

LA
STRUCTURE DES EMPRUNTS

DEPUIS LA FIN DES HOSTILITÉS

DANS SES RAPPORTS
AVEC LA POLITIQUE FINANCIÈRE GÉNÉRALE
DE LA FRANCE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 2 Décembre 1935, à 13 h. 30.

PAR

Michel HUET

Président : M. TRUCHY, professeur.

Suffragants { MM. NOGARO, professeur.
AFTALION, professeur.

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON ET C^{ie}

160, RUE SAINT-JACQUES

1935

LA STRUCTURE DES EMPRUNTS

DEPUIS LA FIN DES HOSTILITÉS

DANS SES RAPPORTS

AVEC LA POLITIQUE FINANCIÈRE GÉNÉRALE DE LA FRANCE

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

LA
STRUCTURE DES EMPRUNTS
DEPUIS LA FIN DES HOSTILITÉS

DANS SES RAPPORTS
AVEC LA POLITIQUE FINANCIÈRE GÉNÉRALE
DE LA FRANCE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le 2 Décembre 1935, à 13 h. 30.

PAR

Michel HUET

Président : M. TRUCHY, professeur.

Suffragants { *MM. NOGARO, professeur.*
AFTALION, professeur.

PARIS

LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON ET C^{ie}

160, RUE SAINT-JACQUES

1935



LA STRUCTURE DES EMPRUNTS

INTRODUCTION

Les interventions croissantes des Pouvoirs Publics dans le domaine économique et social jadis réservé à l'initiative privée constituent un des caractères essentiels de l'évolution contemporaine des nations. Qu'elle soit due à la guerre ou qu'elle provienne du progrès de certaines doctrines politiques, l'extension des attributions de l'État a donné aux questions financières une importance nouvelle.

Pour faire face en effet au développement des dépenses publiques il a fallu modifier les systèmes fiscaux afin d'en augmenter le rendement tout en respectant la notion de justice qui exigeait de n'imposer les contribuables qu'en raison de leurs facultés. Par ailleurs, il a fallu recourir aux ressources extraordinaires quand il apparaissait impossible ou peu justifié de demander aux impôts les sommes nécessaires à la couverture des dépenses.

Depuis la guerre les appels à l'emprunt ont pris une ampleur considérable. En France plus particulièrement, à l'exception des années 1930 et 1931 qui ont marqué à la fois l'apogée de sa puissance financière et le début de ses difficultés intérieures, chaque année pour des causes et avec

des conséquences différentes se sont succédées des émissions du Trésor.

Jusqu'en 1926 utilisé non plus seulement comme moyen de couvrir des dépenses extraordinaires et non renouvelables, mais pour faire face aux charges normales du budget, l'emprunt a conduit en moins de cinq ans à une crise des changes qui a failli entraîner la ruine de la monnaie nationale.

Si le redressement financier de Poincaré a été accompli par un accroissement des impôts, la composition de la dette publique, legs de la période précédente, constituait un danger tel qu'il a été nécessaire de contracter de nouveaux emprunts pour les substituer aux anciens et réduire ainsi les risques de retraits massifs qui eussent pu annoncer le retour des difficultés rencontrées quelques années auparavant.

L'assainissement était à peine terminé quand la dépression économique survint, creusant d'importantes moins-values budgétaires. De nouveaux appels au public ont dû être effectués qui créèrent une situation voisine de celle à laquelle les gouvernements avaient eu à faire face entre 1922 et 1924.

Si, suivant leur objet, les emprunts ont eu des conséquences aussi différentes, il faut l'attribuer aux modalités qui ont été loin de présenter les mêmes caractères au cours de ces trois périodes. La durée, le taux, les conditions de souscription, de remboursement, d'amortissement ont profondément varié.

Les motifs qui ont provoqué de telles variations sont apparemment multiples; ils tiennent soit à la situation économique, l'état de prospérité ou de crise, le développement de la richesse collective pouvant influencer sur les

demandes et sur les offres de capitaux, soit à la politique financière, l'équilibre ou le déséquilibre du budget ou du Trésor, les intentions du Gouvernement, ayant des répercussions sur le crédit public et sur les dispositions des épargnants.

L'action de ces facteurs politiques sur la structure des emprunts et inversement la réaction de la structure des emprunts sur la politique financière tels sont les objets de cette étude.

Les années de l'après-guerre sont particulièrement propres à une telle recherche. A une époque de prospérité sans précédent, qui s'est développée de 1919 à 1930, a succédé une ère de dépression. Pendant la prospérité elle-même la politique financière s'est modifiée radicalement sans cesser pour autant de faire appel à l'emprunt.

Ainsi doit-il être possible de dégager au cours des trois périodes 1919-1926, 1926-1930, 1930-1935, la part respective de la politique financière et des autres éléments dans les modalités des émissions.

Si cette étude conduira nécessairement à examiner l'évolution subie par le marché des capitaux et à dégager les traits essentiels des émissions privées sous l'action des emprunts publics, celles-ci ne seront pas approfondies.

Il apparaît de même inutile d'insister sur les emprunts extérieurs, il suffira de connaître les raisons qui ont justifié le recours aux marchés étrangers.

Enfin les émissions des collectivités locales et des établissements publics seront complètement négligées. La loi en réglementant la durée et la forme d'amortissement, elles ne présentent pas de caractères aussi nets que les emprunts du Trésor.



Digitized by the Internet Archive
in 2026

PREMIÈRE PARTIE

1919-1926

I

LA POLITIQUE FINANCIÈRE ET LA STRUCTURE DES EMPRUNTS DE 1919 A 1926

De 1919 à 1926, la dette publique s'est accrue de 165 millions de francs comme le montre le tableau suivant.

Au 31 décembre 1919 : en millions.

Dette perpétuelle ou à long terme	48.666
Dette flottante :	
Portant intérêt.	76.488
Ne portant pas intérêt.	949
	176.103

Juillet 1926 : en millions.

Dette perpétuelle ,	101.668
Dette amortissable	50.738
Dette à moyen terme	37.282
Dette flottante	101.309
Dette extérieure commerciale.	14 259
	305.256

Soit un accroissement de 130 millions environ, auquel il convient d'ajouter l'endettement contracté pendant l'année 1919.

Cependant cet accroissement ne se répartit pas également sur toute cette période. Le produit des emprunts et les

emprunts eux-mêmes ont diminué progressivement jusqu'en 1924. L'excédent des dépenses sur les recettes fiscales a été réduit soit qu'il se soit agi d'un effort conscient pour mettre fin aux gaspillages des Finances Publiques, soit que l'État ait rencontré des difficultés de plus en plus grandes dans le placement de ses titres, difficultés qui ont attesté un effritement lent et continu du Crédit Public dont l'évolution a été marquée par la structure des emprunts.

A partir de 1924 les dépenses annuelles de l'État ont été, dans une large mesure, couvertes par l'impôt, et si la crise des changes a éclaté, c'est moins en raison des besoins du budget qu'en raison de la composition de la dette et des demandes de remboursement massif qu'elle permettait. Les difficultés politiques intérieures, les attermolements n'ont fait que rendre effectives les menaces qui s'accumulaient sur le Trésor. Ainsi la chute du franc a sanctionné la gestion financière des sept années de l'après-guerre.

Si un effort a été accompli pour réduire les sources d'emprunts, sa lenteur a fait perdre aux Pouvoirs Publics la possibilité de recourir au marché des capitaux auquel ils avaient fait appel à peu près exclusivement jusqu'en 1924 et a rendu inévitable les expédients auxquels ils se sont trouvés réduits entre 1924 et 1926.

I. — CAUSES DU RECOURS INCESSANT A L'EMPRUNT DE 1924 A 1926

Au lendemain des hostilités à côté des charges qu'imposaient le rétablissement et le fonctionnement des services administratifs et financiers, l'État eut à faire face à la reconstruction des régions dévastées. Autant la seconde

source de dépenses par sa nature justifiait un appel à l'épargne, autant la première eut dû être couverte par les recettes normales, c'est-à-dire par l'impôt.

1^o LE DÉFICIT BUDGÉTAIRE

Cette solution ne fut pourtant pas appliquée parce qu'elle rencontrait d'immenses difficultés. — Demander au peuple après la victoire un effort fiscal que les gouvernements n'avaient cru bon d'exiger pendant la guerre au moment où le sentiment patriotique était le plus développé, paraissait impossible. — On avait foi dans les paiements allemands pour solder après coup les déficits qu'il fallait combler, et au lieu de procéder à de sévères restrictions propres à consolider la dette flottante, à assainir la circulation fiduciaire et à créer des richesses nouvelles susceptibles de remplacer les richesses détruites, on s'abandonna à une politique de facilité. — Le vote de la loi de huit heures, l'augmentation des salaires et des traitements eurent pour conséquence l'accroissement du prix de la vie et des dépenses publiques tandis que les pensions civiles et militaires, les arrérages de la dette, enfin les frais de démobilisation représentaient déjà un chiffre très élevé. Aussi en 1919 les prévisions des dépenses s'élevèrent-elles à 55 milliards de francs contre onze milliards de recettes normales.

Dès cette époque on s'aperçut du danger d'une telle disproportion et on s'appliqua à la restreindre à la fois par le rétablissement d'un budget unique, qui seul apporte de l'ordre et de la clarté dans les finances de l'État, et par une tentative d'équilibrer ce budget par l'impôt.

Rétablissement d'un budget ordinaire.— De 1914 à 1918,

toutes les dépenses avaient été imputées sur des crédits provisoires auxquels étaient appliquées toutes les ressources possibles. En 1918, réapparut un budget alimenté par l'impôt et dans lequel étaient groupées la plupart des dépenses ordinaires des services civils, les dépenses extraordinaires continuant à faire l'objet de crédits provisoires.

En 1920, les dépenses militaires non exceptionnelles réintégrèrent le budget ordinaire. Quant aux dépenses non renouvelables tant civiles que militaires, elles furent rassemblées dans un budget extraordinaire. Ce dernier, véritable compte de liquidation dont beaucoup de dépenses étaient durables, ne pouvait continuer à être indéfiniment alimenté par l'emprunt. Aussi la loi de Finances du 31 décembre 1921 le supprima-t-elle en virant son contenu au budget général au compte « Dépenses Exceptionnelles. »

Enfin il restait à mettre un terme au gaspillage auquel donnaient lieu les comptes spéciaux du Trésor nés pendant la guerre. Leur création avait répondu à un double motif : en premier lieu, les Pouvoirs Publics avaient été amenés à fournir à divers intéressés, gouvernements alliés, chambres de commerce, industriels, des avances dont il fallait garder traces. La seconde raison était la multiplicité des opérations industrielles et commerciales dont l'État s'était chargé dans l'intérêt général et dont la gestion avait été confiée à des consortiums et à des offices interposés entre lui et le public.

Il existait ainsi en 1918 plus de trente comptes spéciaux « gérés avec un désordre tellement scandaleux qu'il était à peu près impossible de se reconnaître dans leur situation. » Sans doute diverses mesures avaient-elles été prises pour en assurer le contrôle. La loi du 29 septembre 1917 prescrivait que la situation des comptes spéciaux serait soumise tous les trois mois aux commissions financières du Parle-

ment, tandis que, dans la loi de Finances de 1919, il était décidé que seraient annexés au projet de budget de chaque année l'énumération et l'état de développement des services spéciaux au cours de l'année précédente. Enfin l'article 34 de la loi de Finances du 30 avril 1921 édictait : « à partir du 1^{er} janvier 1922, les opérations qui font l'objet « de comptes spéciaux ouverts ou à ouvrir dans les écritures « publiques seront autorisées, exécutées et définitivement « réglées conformément aux lois et règlements en vigueur « à l'égard des recettes et des dépenses du budget général « de l'État ». Mais toutes ces prescriptions étaient insuffisantes ou restaient lettres mortes. Par ailleurs elles laissaient subsister en dehors du budget une série de petits budgets extraordinaires qui nuisaient considérablement à la clarté des écritures publiques.

Aussi en 1921 le Parlement prononça-t-il par diverses lois la clôture d'un assez grand nombre d'entre eux. Comme ces comptes étaient dans une confusion inextricable, la loi du 1^{er} décembre 1922 créa un compte unique nouveau : « Apurement des services spéciaux du Trésor » et institua parallèlement, au Ministère des Finances, un service chargé de suivre les opérations demeurées en souffrance à la clôture des comptes et d'en porter le résultat au compte unique précédent.

Ainsi, dès le début de 1923, le budget ordinaire tel qu'il existait avant guerre était complètement rétabli, les comptes spéciaux du Trésor considérablement diminués et les abus qu'ils avaient engendrés arrêtés. Seul demeurerait le budget des dépenses recouvrables créé en 1920 dont il sera parlé ultérieurement.

Effort pour équilibrer le budget par l'impôt. — Ce

résultat cependant eût été inutile s'il ne s'était accompagné d'une réduction de dépenses ou d'une augmentation des ressources fiscales qui devaient limiter le recours à l'emprunt. Mais dans un cas comme dans l'autre, l'effort accompli fut insuffisant. Pour des raisons politiques, aucun sacrifice sérieux ne put être exigé du pays ; on songeait si peu à une compression des dépenses qu'en 1924, la nouvelle Chambre proposait un relèvement des traitements des fonctionnaires, presque en pleine crise des changes. Quant à l'impôt, on tenta surtout d'obtenir des plus values par un aménagement du système fiscal existant. Sans doute était-il difficile, en matière de contributions directes, de procéder à une élévation de tarifs alors que le nouveau système fiscal n'était appliqué que depuis peu et fallait-il mieux attendre que les méthodes de déclarations directes fussent entrées dans les mœurs avant d'accroître les taux. Mais des impôts indirects, on eut pu demander davantage.

Quoi qu'il en soit il n'est pas niable que les recettes normales ont été accrues. La taxe sur le chiffre d'affaires créée par la Loi du 25 juin 1920 eut une productivité immédiate et fournit un large appoint au Trésor : les six premiers mois d'application donnèrent 935 millions et chaque année régulièrement le rendement s'éleva : 1 milliard 900 millions en 1921, 2 milliards 280 millions en 1922, 3 milliards en 1923, 4 milliards en 1924, 4 milliards 530 millions en 1925, 7 milliards 400 millions en 1926. Cette même loi de 1920 procéda au relèvement général des droits de timbre et des tarifs des taxes indirectes pour en obtenir 1 milliard 800 millions de plus ; par ailleurs les droits fixes d'enregistrement furent doublés et la taxe successorale renforcée.

Grâce à cet ensemble de mesures auxquelles il faut joindre les lois successives visant à adapter et à perfection-

ner les impôts directs, les recettes budgétaires atteignirent les chiffres suivants dont il convient de rapprocher les ressources demandées à l'emprunt pendant la même période pour juger du déficit considérable qu'il restait à combler.

Années.	Recettes budgétaires.	Recettes d'emprunts.
1919	11.627	45.807
1920	19.122	38.820
1921	22.300	27.200
1922	23.325	19.763
1923	23.400	13.000

Pour justifier une telle politique, les Pouvoirs Publics firent valoir un argument qui n'était pas sans valeur : après quatre années de guerre, la France devait fournir un immense effort pour reprendre la place qu'elle occupait en 1914 sur les marchés extérieurs, recréer les industries et les courants commerciaux qui avaient été interrompus. Il importait avant tout de ne pas entraver le retour au bien-être économique en surchargeant le pays d'impôts.

Il ne semble pourtant pas qu'une part plus grande demandée à l'impôt ait pu contrarier l'essor économique à cette époque ; il n'est que de voir les sommes considérables épargnées chaque année depuis 1920 pour juger de l'importance des profits réalisés et des capitaux disponibles. Ces sommes sont évaluées à une moyenne de 31 milliards par an entre 1921 et 1923.

Si au lieu d'avoir été drainée entièrement par l'emprunt, l'épargne avait été partiellement absorbée par l'impôt, les fonds rentrant au Trésor eussent été les mêmes avec en moins l'endettement de l'État, sans que les industries aient été gênées dans leur développement, tant étaient considérables les besoins à satisfaire. Au moment où la confiance dans le redressement national était encore très forte, une

sage politique fiscale animée du seul souci de justice, n'eut sans doute provoqué ni panique ni thésaurisation comme l'a montré la période suivante de 1926 à 1929.

Mais l'illusion des paiements allemands était trop grande, le refus de subir de nouveaux sacrifices trop catégorique pour que les Pouvoirs Publics aient pu se résoudre à un tel procédé ; quand la chute du mark et la difficulté d'obtenir un accord sur les réparations vinrent dissiper ces illusions, quand l'État ne vit plus d'autres moyens de sortir d'une situation dangereuse qu'en rétablissant intégralement l'équilibre budgétaire, des considérations politiques présidèrent à tel point à la nature des impôts envisagés, qu'elles accrurent les difficultés au lieu de les supprimer.

De 1924 à 1926 en effet, tandis que les emprunts ne rencontraient plus aucune faveur, pour éviter les recours à la Banque de France et enrayer la chute du franc, des « trains de propositions » furent élaborés sans que la plupart fussent adoptées. Les quelques mesures votées, l'ensemble de celles qui furent soumises au Parlement soulevèrent une inquiétude générale dans le pays et pour échapper à l'inquisition fiscale, les capitaux s'expatrièrent, favorisant et développant la spéculation étrangère sur la baisse de la monnaie.

L'importance primordiale du facteur psychologique se révèle ainsi, car en 1925, si le déficit du budget nécessitait encore un recours aux ressources extraordinaires, aucune comparaison n'était possible avec l'énormité des sommes demandées à l'épargne jusqu'à cette date ; on avait diminué la première somme d'emprunt et on s'était en effet peu à peu résolu à enrayer la seconde qui résidait dans l'œuvre de reconstruction des régions dévastées.

2^o LA RECONSTRUCTION DES RÉGIONS DÉVASTÉES

La loi du 26 décembre 1914 avait proclamé le droit des victimes de la guerre à réparation. Deux lois ultérieures, celle du 17 avril 1919 en ce qui touche les biens et celle du 24 juin 1919 en ce qui touche les personnes vinrent en préciser l'application.

Si le droit à réparation était proclamé par cette législation, aucun lien n'était établi entre la créance des sinistrés et les paiements allemands. Au cas où l'Allemagne ferait défaut, l'État français demeurerait inconditionnellement tenu de régler les dommages. Ces principes devaient soulever de très graves difficultés financières; en admettant que les pays d'outre-Rhin s'acquittassent ponctuellement de leurs obligations, ils ne pouvaient le faire que par annuités échelonnées; or l'œuvre de reconstitution ne pouvait souffrir aucun délai et exigeait des débours immédiats bien supérieurs aux chiffres des annuités. Il fallait donc de tout façon que l'État fit l'avance lui-même des sommes destinées au relèvement des usines de guerre, en attendant d'être remboursés progressivement par l'indemnité allemande. Par la force des choses, le financement des réparations tombait provisoirement à sa charge.

Comme en 1919 on ne mettait pas en doute la solvabilité de l'Allemagne il ne pouvait s'agir de demander à l'impôt de couvrir même partiellement les dépenses nouvelles. C'eut été reconnaître l'exagération des prétentions de la France, le pays s'y fut opposé. Par ailleurs, il paraissait légitime de demander aux générations futures de supporter pécuniairement les conséquences d'une guerre à laquelle les générations présentes avaient déjà payé un lourd tribut.

Le financement intégral par des recettes non fiscales

s'imposait donc, tant pour les pensions civiles et militaires que pour les dommages aux biens. Restait à en fixer les modalités techniques et le cadre.

La France n'avait pas admis l'offre faite par l'ennemi au lendemain de la guerre de réparer en nature les régions dévastées. Quelles qu'aient été les raisons invoquées, il est indéniable que l'Allemagne eût trouvé là un moyen de faire renaître rapidement ses industries et de revenir à la prospérité économique, et qu'à l'inverse, l'économie française eût perdu un stimulant particulièrement efficace à son relèvement. Quoi qu'il en soit ce refus obligea le pays à agir par ses propres moyens.

Divers procédés étaient possibles et furent tour à tour employés. Certains paiements furent effectués en nature : l'État exécutait lui-même des travaux pour le compte des sinistrés, leur facilitait le ravitaillement et le rééquipement de leur exploitation, en leur cédant, par les soins de divers offices créés à cet effet (Office de la Reconstitution Industrielle, Office de la Reconstitution Agricole, Office de la Motoculture) des matières premières et de l'outillage dont le prix venait en déduction du montant de l'indemnité.

D'autres règlements eurent lieu par compensation avec certains impôts dus par les sinistrés. Cette faculté introduite par la loi du 17 avril 1919, Art. 46, fut limitée depuis par la loi du 18 juillet 1923 et du 31 décembre 1924 parce qu'elle était une source de fraude fiscale difficile à déceler.

Enfin le moyen auquel on eut recours le plus largement au début fut le paiement en espèces. Bien que ce fût le mode normal, c'était celui qui pesait le plus sur les finances publiques parce qu'il représentait des déboursés immédiats. La seule façon pour le Trésor de se procurer des fonds était

l'emprunt et ces émissions continuelles risquaient de porter atteinte au crédit de l'État. Des palliatifs furent sans doute trouvés : au lieu de faire appel directement au public, l'État se substitua des organismes dont le crédit théoriquement était séparé du sien. Ces organismes, sous certaines conditions empruntaient des fonds dont les intérêts et l'amortissement étaient couverts par le Trésor.

Mais il apparut vite qu'il était impossible de compter indéfiniment sur ces ressources qui en matière de pensions étaient les seules possibles. On modifia donc peu à peu la législation de réparations des dommages aux biens en généralisant progressivement les paiements des indemnités par remise de fonds publics.

La loi du 30 avril 1921 commença par autoriser le ministre à échanger, *à titre facultatif pour les intéressés*, les titres d'indemnité, en cas de non emploi et de non réinvestissement, contre des titres de rente inaliénables pendant cinq ans. De même, et toujours avec le consentement des intéressés, des paiements d'arriérés furent également effectués en obligations de la Défense Nationale. Lorsque les difficultés de trésorerie commencèrent à se faire sentir on rendit ce procédé *obligatoire* pour les plus gros dommages. La loi du 28 février 1923 stipulait que le paiement des acomptes ne se ferait plus en espèces mais en obligations décennales de la Défense Nationale.

Comme l'ensemble de ces opérations financières n'étaient faites qu'à titre d'avances et devaient se solder dans la suite par les versements allemands, pour affirmer la volonté très nette de la France de ne pas transiger sur le traité de Versailles et son refus d'admettre que les dépenses en question pussent jamais être défrayées par les ressources du budget

national, les Pouvoirs Publics avaient créé un cadre distinct dans lequel se trouvaient rassemblés tous les débours se rattachant au traité de paix. Si le budget des dépenses recouvrables trouvait ainsi sa raison d'être, il allait entraîner par contre, lors de la défaillance allemande, une nouvelle source très importante d'emprunts. En effet, en face des pensions civiles et militaires, des frais de reconstruction, ne figurait au début aucune recette, si bien que non seulement l'emprunt fournissait les ressources nécessaires pour l'indemnisation des sinistrés, mais qu'encore il devait faire face au service des emprunts précédemment émis.

Cette situation dura jusqu'en 1922, époque à laquelle l'état de paiement fut arrêté par la Commission des Réparations. On se rendit compte alors que l'annuité allemande réservée à la France ne couvrirait pas la totalité des charges et on se décida à réintégrer dans le budget général, en principe alimenté par l'impôt, le service d'intérêts de toutes les sommes empruntées au titre de la reconstruction depuis l'armistice jusqu'au 1^{er} janvier 1922, soit une dépense de trois milliards 638 millions.

Puis à partir de 1924, un nouvel effort fut fait pour soulager la Trésorerie ; si le service des pensions de guerre et les sommes nécessaires à l'achèvement de la reconstruction continuait à être assuré par l'emprunt, les autres dépenses dites permanentes, telles que les annuités du Crédit National, les annuités trentenaires, les services de rentes et obligations de la Défense Nationale remises aux sinistrés seraient désormais couverts par les recettes fiscales qui devaient provenir de l'application du double décime voté dans ce but par la loi du 22 mars 1924.

Enfin en 1925, devant l'impossibilité où se trouvaient les personnes intéressées de placer leurs emprunts dans le

public, l'État se résolut à supprimer le budget des dépenses recouvrables et à réduire les sommes mises à la disposition des sinistrés. L'échelonnement de l'œuvre de la reconstruction sur une plus longue période par la fixation de programmes annuels venait ainsi régulariser et limiter des dépenses que les années précédentes avaient révélé comme excédant la capacité financière de la France.

Au 31 décembre 1925 le montant total des paiements effectués s'élevait à 120 milliards et demi environ.

Dommages aux personnes	40.800 millions.
Dommages aux biens	66.800 —
1 ^o Paiement en espèces ou attribuées en nature	11.592 ATT et pertes en nature. 7.700 Paiement effectué directement par le Trésor. 25.300 Opérations du Crédit National.
2 ^o Paiement en obligations décennales et sexennales (loi 28 février 1923)	7.587 Opérations effectuées par le Crédit National.
3 ^o Paiements en rentes sur l'Etat.	1.202 Paiement effectué directement par le Trésor.
4 ^o Imputation d'impôts	1.727
5 ^o Paiements par annuités.	9.944
6 ^o Prestation en nature	271
7 ^o Paiement en obligations inaliénables et nominales.	1.402
	66.799 { 63.828 capital. 2.970 intérêts.
Autres dommages (dévastation du domaine public, etc	13.000

Ce chiffre très élevé de 120 milliards a soulevé de nombreuses critiques. On a reproché d'abord le gaspillage auquel a donné lieu la reconstruction elle-même. L'État s'est montré trop libéral, à l'origine, dans l'évaluation des dommages et dans les prix élevés qu'il a acceptés pour les travaux. C'est exact, mais il faut tenir compte du désir qui

animait les Pouvoirs Publics de voir reconstituer le plus rapidement possible les régions dévastées et des difficultés réelles que rencontraient les entrepreneurs : l'absence de main-d'œuvre, des moyens de communication défectueux, les matières premières à faire venir. Pour attirer l'ancienne population et provoquer des offres de travaux, le seul moyen était d'accorder de gros avantages aux sinistrés qui s'engageaient au emploi.

Cette politique fut couronnée de succès puisqu'en 1925 on estimait l'œuvre en partie achevée.

On s'est attaché ensuite aux modes de financement qui favorisaient le gaspillage. La remise de titres comme mode de paiement présentait trop d'aisance. Plutôt que de s'adresser au public dont les souscriptions dépendaient de la confiance qu'inspirait le crédit de l'État, ce dernier obligeait les particuliers à recevoir des rentes, bons ou obligations de la Défense Nationale qu'ils ne pouvaient refuser. C'était là simplement un moyen de différer le recours à l'emprunt en obligeant les sinistrés à faire l'avance de sommes que l'État n'était pas à même de se procurer et en contre-partie desquelles il leur était remis des titres en garantie. Ceux-ci au surplus étaient frappés d'inaliénabilité pour éviter une dépréciation de titres analogues précédemment émis.

Ce procédé au fond ne présentait aucun inconvénient immédiat, il se distinguait par là de l'émission de papier monnaie. Mais il alourdissait d'autant plus gravement les échéances du Trésor qu'il était d'un emploi plus simple.

Pour y mettre fin ou en faire disparaître les dangers, il fallit limiter les sommes destinées à la reconstruction et en contrôler sévèrement l'emploi. C'est le résultat que visait

la loi de 1925 qui peut ainsi être considérée comme une première étape du redressement financier de 1926.

* * *

Qu'il s'agisse de dépenses budgétaires ou de la reconstruction des régions dévastées, un effort a donc été fait de 1919 à 1926 pour restreindre le recours à l'emprunt.

Le rétablissement d'un budget unique, des tentatives pour équilibrer ce budget par l'impôt, une diminution progressive et très importante des appels à l'épargne en matière de reconstruction des régions dévastées eussent dû maintenir la confiance qui existait au lendemain des hostilités. Cependant, cet effort ne fut ni assez énergique, ni assez rapide comme en témoigne la structure des emprunts émis jusqu'en 1934.

II. — LA POLITIQUE D'EMPRUNT DE 1919 A 1924

La politique financière précédemment décrite a eu d'importantes répercussions sur la structure des emprunts. Obligés de recourir à l'épargne pour couvrir des dépenses réelles et non productives, les Pouvoirs Publics n'ont pu éviter les effets psychologiques que des appels répétés aux ressources extraordinaires effectués dans de telles conditions devaient avoir. Soucieux avant tout de faire face aux déficits des Finances de l'État sans accroître les avances de la Banque de France, ils ont cherché le succès des émissions en négligeant les conséquences funestes que pouvait présenter pour l'avenir une composition défectueuse de la dette publique.

Aussi, en dépit de leur diversité et de leur multiplicité, les emprunts présentent-ils un certain nombre de traits com-

muns. Seule l'année 1919 possède des caractères propres qu'il importe de relever au préalable.

A) L'ANNÉE 1919

L'année 1919 est l'une des plus désastreuse de l'histoire financière de la France tant par le chiffre de ses dépenses que par l'accroissement considérable de la dette flottante. Tandis en effet que les frais de guerre étaient maintenus, l'organisation de la paix imposait des dépenses nouvelles. Les illusions qu'avait fait naître l'armistice ont conduit les Pouvoirs Publics à se livrer à des prodigalités de toute nature que la perspective des élections générales ont encore accrues.

Si les crédits ont été ainsi très libéralement ouverts, le désir de ne pas imposer un nouvel effort à la population a empêché de faire supporter par les ressources fiscales la plus grande part de ces dépenses.

Sur les 57 milliards qu'atteignirent les débours, 11 milliards 856 millions seulement furent couverts par les recettes budgétaires ; le reste a été fourni par les procédés habituels qui avaient servi à financer les hostilités.

— les avances de la Banque de France

pour	8 milliards 703	
— les Bons du Trésor	1	— 215
— les Bons de la Défense Nationale. . .	23	— 805
— les obligations	0	— 434
— les emprunts extérieurs	6	— 864

La dette publique s'est ainsi accrue de près de 45 milliards dont plus de 32 milliards à très court terme, mais aucun emprunt de consolidation n'a été émis comme en 1915, 1916, 1917 et 1918.

Il ne semble pas qu'il soit possible de justifier cette politique autrement que par les circonstances. Sans doute ne pouvait-on songer à demander à l'impôt la totalité des ressources nécessaires, mais le refus de procéder à une émission à long terme ne paraît s'expliquer que par une raison de politique intérieure : le souci d'éviter un appel à l'épargne avant et immédiatement après la consultation populaire. Pourtant la confiance que le pays avait alors dans son propre redressement eût probablement permis une émission dans des conditions avantageuses qui, sans surcharger trop lourdement le poids des arrérages de la dette, eut évité les répercussions fâcheuses que l'augmentation de la dette flottante et l'inflation entraînèrent.

Dès lors que la solidarité des Trésoreries avait pris fin, le franc était abandonné aux fluctuations des changes. Pour favorable qu'ait pu être l'appréciation de l'étranger en ce qui concerne la devise nationale, les importations massives que le gouvernement ne fit rien pour limiter, les difficultés à venir auxquelles la Trésorerie risquait de se trouver soumise, amenèrent une hausse progressive des cours : la Livre varia de 25,97, son cours le plus bas, à 45,15 son cours le plus haut. Par ailleurs le niveau des prix de gros commença à subir un mouvement de hausse identique, résultat de l'accroissement continu de la circulation fiduciaire.

Cependant les conséquences présentes et futures d'un recours exclusif à la dette flottante eurent un effet salutaire. Elles entraînèrent un retournement complet de la politique d'emprunt. Non seulement de nouvelles avances de la Banque de France ne furent plus utilisées jusqu'en 1924, mais le souci de voir réduire le montant des billets en circulation, de résorber l'inflation existante et

d'assainir le bilan de la Banque de France, conduisit à une convention par laquelle l'État s'engagea à rembourser annuellement une partie de sa dette envers l'Institut d'Émission. Enfin, pour offrir à la masse de capitaux, investi, en placement d'attente, en Bons de la Défense Nationale, l'occasion de se fixer définitivement, afin en outre d'assurer à la Trésorerie les ressources qui lui seront indispensables dans les mois à venir, le Ministre des Finances obtint par la loi du 30 décembre 1919 l'autorisation d'émettre des emprunts à long terme.

Cette volonté d'assainissement ne fut pourtant que momentanée comme le marquent la diversité et la multiplicité des appels à l'épargne effectués depuis lors.

B) DIVERSITÉ ET MULTIPLICITÉ DES APPELS A L'ÉPARGNE

Si, pour faire face au déséquilibre des Finances Publiques, l'État renonça aux avances de la Banque de France, l'importance des capitaux nécessaires et les difficultés que rencontra parfois la Trésorerie à couvrir ses échéances, l'obligèrent à utiliser tous les moyens dont il pouvait disposer. Tantôt il fit appel directement à l'épargne, tantôt il se servit d'organismes intermédiaires.

a) *Emprunts directs*. — Les emprunts que l'État émit directement, le furent soit auprès du public, soit auprès des banques.

La faveur qu'avaient rencontré dans le pays les émissions des *bons de la défense Nationale* l'incita à recourir encore à ce procédé qui, comme le montre le tableau suivant, procura des ressources considérables.

Circulation des bons de la défense nationale jusqu'en 1924.

1 ^{er} janvier 1919	22 milliards	235
— 1920	46	140
— 1921	48	938
— 1922	58	422
— 1923	56	431
— 1924	54	729

chiffres auxquels il faut ajouter le montant des Bons de la Défense Nationale admis à la souscription des emprunts à moyen et à long terme, pour se rendre compte de l'importance et du succès de ce mode de financement.

Malgré les termes du décret du 13 septembre 1914 qui semblait substituer les Bons de la Défense Nationale aux Bons du Trésor, il y a eu, en réalité, création d'un nouveau type de bons, à côté des bons ordinaires qui ont continué à être placés dans la clientèle spéciale qui les absorbait jusque-là, c'est-à-dire les établissements de crédit, les grandes collectivités privées ou publiques. Comme leur intérêt était moindre que celui des Bons de la Défense Nationale, le placement s'en était presque tari en 1917. L'intérêt ayant été relevé en 1918, la circulation s'en est légèrement accrue.

Circulation des bons du Trésor jusqu'en 1924.

1 ^{er} janvier 1917	0 milliard	044
— 1918	0	030
— 1919	0	584
— 1920	1	912
— 1921	1	916
— 1922	1	942
— 1923	2	639
— 1924	2	997

Si, à partir de 1915, les émissions furent effectuées sans qu'aucune disposition législative en limita le montant, la

loi du 31 décembre 1921 revint à la règle normale, en décidant que chaque année la loi de finances fixerait le montant, la nature, les émissions des valeurs du Trésor applicables au montant des engagements du Trésor échéant dans l'année et aux services de la Trésorerie, et qu'aucune émission supplémentaire ne pourrait être faite qu'en vertu d'une loi. Depuis lors cette autorisation fut régulièrement donnée. Elle concernait :

— 1^o l'émission des valeurs du Trésor pour un montant égal à celles qui viendront à échéance dans l'année ;

— 2^o l'émission, pour les besoins de la Trésorerie, de nouvelles valeurs du Trésor en sus des précédentes ;

Ainsi étaient assurés et contrôlés d'une part le renouvellement, d'autre part l'augmentation de la dette de Trésorerie. Cette autorisation s'appliquait d'ailleurs à l'ensemble des valeurs du Trésor, de sorte que le Ministre pouvait l'utiliser à sa guise pour émettre soit des Bons du Trésor à court terme, soit d'autres valeurs du Trésor à échéances un peu plus éloignées.

Bons à court et moyen terme. — Ces derniers furent très largement utilisés entre 1921 et 1924. Mais tandis que les obligations de la Défense Nationale « ne servaient plus guère qu'au paiement, en remise de titres, de certaines indemnités aux victimes de la guerre » dont il a déjà été parlé : obligations décennales ou sexennales de la Défense Nationale, les bons du Trésor à échéances supérieures à deux ans eurent pour but de procurer des fonds au Trésor.

Ces catégories de valeurs du Trésor, comme d'ailleurs les bons du Crédit National dont il sera question plus loin, « furent émises sans aucun souci de l'avenir, sans méthode, sans études sérieuses de la date de remboursement. »

M. Caillaux a pu qualifier ces emprunts de « fatras d'engagements divers dont le remboursement a été réparti sur une période de dix années de façon si irrégulière, si folle que l'on se demande comment il a pu venir à l'esprit de qui que ce soit d'organiser un échéancier aussi déraisonnable. »

Les bons à court ou à moyen terme du Trésor furent émis régulièrement chaque année :

Bons du Trésor à 2 ans 1921	5 milliards 660	
— de 3-5 ans 1922	8	— 237
— à 3-6-10 ans 1923		
1 ^{re} série	10	— 040
2 ^e série	6	— 189

Emprunts à long terme. — Si en 1920 aucun emprunt à court terme ne fut émis, c'est qu'à deux reprises différentes l'État fit appel au marché des capitaux à long terme. Désireux de mettre fin aux avances de la Banque de France, et de résorber une partie de la dette flottante, le Ministre des Finances, M. Klotz, obtint l'autorisation par la loi du 30 décembre 1919 d'émettre un emprunt à long terme. Cet emprunt 5 p. 100 amortissable en soixante ans fut émis en février-mars 1920 et remporta un vif succès comme le montrent les chiffres suivants des souscriptions :

Souscriptions en numéraire	7 milliards 035,4	
— en bons du Trésor		0,6
— en bons de la Défense Nationale	8	— 226,1
— en obligations		612
— rente 3 1/2 p. 100 amortissable		4,4
— rente 5 p. 100, 4 p. 100		61,9
Total	15 milliards 940,4	

Mais cette consolidation fut sans lendemain, car la circulation des bons de la Défense Nationale passa de 46 mil-

liards au 1^{er} janvier 1920 à 50 milliards au 30 septembre quoique 8 milliards en aient été convertis. Aussi bien la situation du Trésor ne s'en trouva pas améliorée, les 7 milliards de numéraire ayant été utilisés à payer des dépenses immédiates. Pour faire face à une nouvelle crise de Trésorerie en août 1920, un emprunt perpétuel 6 p. 100 autorisé par la loi du 2 août 1920 fut émis dans le double but de procurer des fonds au Trésor et de consolider à nouveau la dette flottante.

En raison, sans doute, des avantages considérables qu'il donnait aux souscripteurs, cet emprunt fut couvert à concurrence de 28 milliards :

Résultat en numéraire.	11 milliards	278	
— en bons du Trésor		15	) But partiel- lement atteint.
— — de la Défense Natio- nale	4 —	135	
— Obligations.	—	355	
Rentes 3 p. 100 amortissables . . .		3	
— 5 p. 100 1915-16	3 —	607	
— 4 p. 100 1917	1 —	786	
— 4 p. 100 1918	4 —	160	
— 5 p. 100 1920	2 —	739	
— divers.		4	
	28 milliards		082

Mais les charges que ces deux emprunts ont fait supporter au Trésor ont conduit à éviter à l'avenir de nouvelles émissions à long terme.

Emprunts auprès des banques. — Quelques variées qu'aient été les émissions auprès du public, elles n'ont cependant pas suffi à faire face aux échéances du Trésor, et l'État dut souvent recourir aux avances des banques.

Si les avances de l'Institut d'émission n'ont jamais été sollicitées, par contre, momentanément à plusieurs reprises

les établissements de Crédit ont dû consentir des prêts à très court terme pour permettre au Trésor de remplir ses engagements.

Avances de la Banque de France. — L'État n'avait obtenu qu'avec beaucoup de difficultés en 1919 que le plafond des avances de la Banque de France fut porté de 24 à 27 milliards. Dans la convention du 14 avril 1919 qui autorisait cette élévation, la Banque avait fait insérer que cette nouvelle avance devrait être remboursée sur le produit du plus prochain emprunt pour que le maximum puisse être ramené au chiffre antérieur de 24 milliards. D'autre part, l'État s'était engagé par une nouvelle convention en avril 1920 à rembourser annuellement à partir du 1^{er} janvier 1921 une somme de 2 milliards qui devait réduire d'autant le plafond des avances.

En fait ces conventions ne furent pas appliquées dans leur intégralité. Il eut fallu, pour cela, opérer ces remboursements sur des excédents budgétaires. Pratiquement, ils furent effectués à l'aide soit d'emprunts auprès du public, soit automatiquement grâce à l'intérêt de ces avances dont une partie (2 p. 100) au lieu de revenir à la banque devait servir à l'amortissement. Il eut été préférable, étant donné la situation particulièrement délicate des Finances Publiques, de ne pas contracter un engagement dont le non accomplissement risquait d'avoir et eut des répercussions psychologiques très graves.

L'État fut en effet dans l'impossibilité de remplir les obligations excessives qu'il avait souscrites, et si jusqu'en 1924 l'effort d'amortissement se poursuivit régulièrement, ce fut le plus souvent de façon partielle. Le remboursement de 1920 fut différé au 31 décembre 1920 par une convention

du 17 juillet 1920 et au 31 décembre 1921, le montant des avances ramené à 25 milliards. En 1922 la convention du 21/12/1922 réduisit le montant des remboursements à 1 milliard, et celle du 27 décembre 1923 le fit descendre à 0 milliard 800 millions, accusant ainsi les difficultés croissantes de la Trésorerie.

	Montant des avances autorisées.	Plafond d'émission des billets de banque.
	—	—
Février 1919.	24 milliards	36 milliards.
Juillet 1919	27 —	40 —
Septembre 1920	27 —	41 —
Décembre 1920.	25 —	41 —
Décembre 1922.	24 —	41 —
Décembre 1923.	23 —	41 —

Cette politique de remboursement eut pu être poursuivie à condition que la Trésorerie cessât de vivre d'emprunts continuels et que le budget fut équilibré. Mais elle se révéla dangereuse dans le gouvernement y fut fidèle parce qu'elle accroissait la charge d'intérêt et d'amortissement de la dette, et quand elle ne fut pas appliquée parce que ce fait contribuait dans une très large mesure à ébranler la confiance. Elle eut pourtant un résultat certain : c'est de mettre fin à l'émission de monnaie sans contre partie économique ou métallique. A vrai dire d'ailleurs ce résultat fut parfois compromis par le recours aux avances des établissements de crédit.

Avances des rétablissements de crédit. — Ceux-ci furent sollicités à plusieurs reprises d'accorder des prêts à très court terme au Trésor pour lui permettre de faire face à ses échéances. Dès lors que le recours aux avances de la Banque de France n'était plus possible, et que les sommes

dont l'État avait besoin ne pouvaient être obtenues par des appels à l'épargne, le Trésor était contraint de s'adresser aux banques. Celles-ci contribuèrent à assurer :

1^o L'échéance de septembre 1920 : avance de 1 milliard remboursable sur l'emprunt 6 p. 100 perpétuel ;

2^o L'échéance de septembre 1922 : avance de 300 millions remboursable sur le produit des Bons 6 p. 100 3-5 ans ;

3^o L'échéance du début 1923, avance de 525 millions ;

4^o L'échéance d'octobre 1923, nouvelle avance de 525 millions remboursables sur les bons 3-6-10 ans.

Ces appels aux banques montrent la situation difficile de la Trésorerie, ils risquaient d'accroître la circulation fiduciaire et de provoquer les mêmes effets que l'inflation parce que les établissements de crédit étaient obligés, pour fournir les sommes qui leur étaient demandées, de faire réescompter une partie de leur portefeuille auprès de la Banque de France.

b) *Emprunts indirects*. — Si importants qu'aient été les capitaux que l'État s'est ainsi procurés directement, ils ne représentent qu'une part de son endettement total. Afin de ne pas compromettre son crédit, il dut en effet charger des organismes interposés d'émettre pour leur propre compte des emprunts dont le montant servit à payer des dépenses incombant au Trésor et dont ce dernier assurait la charge. Ce procédé employé depuis longtemps, pour couvrir le déficit des Compagnies de Chemin de Fer, fut à nouveau utilisé pour ce même objet. Étant donné l'importance des travaux qui s'imposaient pour remettre en état les voies et le matériel, les emprunts des compagnies prirent une grande ampleur accrue encore par le déficit du fond commun jusqu'en 1926. Mais ce fut surtout pour la

reconstruction des régions dévastées que ce procédé fut généralisé.

Les paiements en espèces des dommages de guerre furent opérés de deux façons, ou bien directement par l'État, celui-ci se procurant les fonds par l'intermédiaire du Crédit National, ou bien indirectement par le paiement d'annuités qui permettaient aux sinistrés d'emprunter directement les fonds qui leur étaient dus.

Emprunt du crédit National. — Dès 1915, fut reconnue la nécessité d'un établissement chargé du paiement des dommages de guerre dont la réparation intégrale avait été édictée par la loi du 26 décembre 1914. Une commission extra-parlementaire fut constituée par décret du 1^{er} octobre 1917 pour examiner les moyens de crédit qui devaient permettre le relèvement des régions dévastées. La convention signée le 7 juillet 1919 entre M. Klotz et M. Charles Laurent donna naissance au « Crédit National pour faciliter la réparation des dommages causés par la guerre. » Cette convention figurant au projet de loi du 10 juillet 1919 et votée le 10 octobre 1919 fixait la forme de l'établissement, ses rapports avec l'État et ses attributions. En tant que payeur, le Crédit National était chargé du paiement en espèces de diverses indemnités de la loi de 1919, qu'il s'agisse du paiement en capital, ou du versement des intérêts dus ; il assurait en outre la remise d'obligations déennales en paiement. En tant que prêteur, il devait permettre aux industriels et commerçants d'obtenir les sommes nécessaires à la remise en marche des exploitations qui avaient pu souffrir des événements de guerre, les 4/5^e de ces prêts à long terme étant réservés aux régions dévastées.

Pour faire face à cet ensemble d'opérations, le Crédit

National se procurait des fonds par des appels au crédit. Il empruntait en son nom propre avec la garantie de l'État, celui-ci assumant intégralement la charge des emprunts. Quant aux avances à long terme, les engagements du Trésor ne pouvaient dépasser 500 millions, le Crédit National ayant toute liberté pour consentir des prêts supérieurs sous son entière responsabilité.

En application de la convention et de la loi du 10 octobre 1919 qui l'approuve, le Crédit National émit jusqu'en 1924 les emprunts suivants :

Décembre 1919. . .	4 milliards	bons 5 p. 100 amortissables en 75 ans.
Mai 1920	4 —	bons — — —
Octobre 1921. . .	3 —	bons 6 p. 100 — 15 ans.
Février 1922. . .	4 —	710 obligations 6 p. 100 décennales.
Juillet 1922 . . .	3 —	290 — —
Janvier 1923. . .	3 —	bons 6 p. 100 amortissables en 25 ans.
Juillet 1923 . . .	2 —	bons — — en 25 ans.
Février 1924. . .	1 —	633 bons — — en 50 ans.

L'échec de cet emprunt marque la fin des émissions du Crédit National.

Si ces appels au crédit contribuèrent largement au renchérissement du loyer de l'argent, dans l'ensemble ils rencontrèrent le plus vif succès et permirent le relèvement rapide des régions dévastées. Le Crédit National avait payé en numéraire plus de 25 milliards, les paiements en obligations décennales et sexennales atteignaient plus de 7 milliards et demi au 31 décembre 1925.

Emprunts des sinistres. — A côté du Crédit National, les sinistrés eux-mêmes furent admis à émettre pour leur propre compte des emprunts gagés par l'État. Tout sinistré réunissant les conditions requises et titulaires soit d'un certificat provisoire, soit d'un certificat définitif pouvait

obtenir une convention de paiement par annuités, le nombre des annuités devant être compris entre 15 et 30 ans, au taux de 6 p. 100. Les titres d'annuités étaient nominatifs et munis de coupons correspondant à la valeur de ces annuités. Gagés sur ces dernières, des emprunts pouvaient être émis par les sinistrés.

Au 31 décembre 1925, le montant des paiements par annuités s'élevait à 9 milliards 944.

A l'aide de tous ces procédés, l'État a emprunté depuis 1920 une somme de 100 milliards environ, soit :

En 1920	38 milliards 8
En 1921	27 — 2
En 1922	19 — 7
En 1923	13 —

et au 31 décembre 1923, la situation de la dette intérieure était la suivante :

Dette flottante (B. D. N., dépôts de fonds)	63 milliards 500
Dette à terme	29 —
Dette perpétuelle ou à long terme . . .	130 — 700
Valeur du Crédit National	24 —
Avances banques de France.	23 — 200
	270 milliards 400

C) TRAITS COMMUNS DE LA POLITIQUE D'EMPRUNT

Pour se procurer les capitaux nécessaires, l'État a eu recours aux modalités les plus diverses. De 1920 à 1924 on rencontre des emprunts perpétuels, amortissables à lots, à échéances massives, à long, à moyen et à court terme.

Il apparaît en effet que la variété dans les types d'emprunts soit favorable à l'État. Si on procédait à des émis

sions répétées d'un même titre, il faudrait pour attirer les souscripteurs offrir ces titres à des prix inférieurs aux cours cotés en Bourse, le titre se déprécierait. Quand au contraire on fait varier les conditions de souscription, de remboursement, le taux d'intérêt nominal, la durée, etc..., on rend les comparaisons délicates et les émissions sont souvent plus avantageuses pour le Trésor.

En dépit cependant de cette diversité, les emprunts ont dans l'ensemble revêtu des formes analogues, de même que leur coût a subi une évolution semblable.

Types d'emprunts. — La forme des emprunts a été un compromis entre deux désirs contradictoires. Au besoin de capitaux s'opposait le souci de ne pas surcharger des finances déjà lourdement obérées. Cette double préoccupation a conduit à l'émission d'emprunts dont la plupart ont été à court ou moyen terme et à échéances massives.

L'appel au crédit à long terme eut été trop onéreux et il n'eut sans doute pas fourni au Trésor les fonds indispensables. Si au lendemain des hostilités la consolidation de la dette flottante apparaissait essentielle à l'assainissement financier, l'illusion des paiements allemands laissait croire que l'ennemi supporterait les frais des deux emprunts émis en 1920 dont les clauses, propres à attirer des souscriptions rapides et abondantes, eussent, dans d'autres circonstances, été jugées inadmissibles. Le 5 p. 100 1920 introduisait entre le prix d'émission et la valeur de remboursement un écart qui fixait le taux de l'argent à 5,75 p. 100, niveau trop élevé qui ne correspondait pas à l'état du crédit public. De même l'admission des rentes 4 et 5 p. 100 émises pendant la guerre et des titres 5 p. 100 1920 à la souscription du 6 p. 100 1920 perpétuel constituait une véritable conso-

l'idation à rebours qui aggravait considérablement le poids de la dette publique.

Quand il apparut que l'Allemagne ne paierait pas les sommes espérées, les Pourvoirs Publics renoncèrent aux émissions à long terme dont le coût ne semblait pas devoir baisser. Outre le fait que les emprunts de 1920 avaient créé un précédent fâcheux, la hausse des prix, résultats de l'inflation de la guerre et de 1919, avait comprimé, dans une certaine mesure, la masse d'épargne disponible. D'autre part celle-ci, en raison de la reprise des affaires consécutive à la crise de 1920-1921, s'orientait davantage vers des placements à revenus variables qui lui assuraient la perspective de plus values en capital. Pour lutter contre la concurrence des émissions privées, il eut fallu offrir des titres très avantageux. Peut être même dans ce cas le public se fut-il refusé à souscrire ; l'incertitude monétaire, la baisse lente et continue du franc à partir de 1922, sans d'ailleurs entamer la confiance du pays dans la solvabilité de l'État, incitait peu les épargnants à s'engager à long terme dans des placements obligataires.

A ces raisons, déterminantes surtout au cours des années 1922 et 1923, et dont la valeur a été confirmée par l'échec de l'emprunt du Crédit National de janvier 1924 s'en est ajouté une autre en 1921. Il apparaissait inutile de procéder à des consolidations ou à des émissions à long terme au moment où l'abondance des disponibilités monétaires assurait le succès d'emprunts à court terme.

Ceux-ci en effet offraient aux capitaux flottants nés de l'inflation et en quête de placement, et à ceux venus de l'étranger dans l'espoir d'une baisse des changes, des débouchés productifs et sûrs dont ils pouvaient se dégager dans le cas où le franc recommencerait à se déprécier. Par ailleurs

ces placements permettaient de se porter rapidement d'un titre à l'autre selon les avantages offerts.

En répondant à la fois au goût du public et aux conditions du marché, le Trésor réussissait ainsi à se procurer plus facilement les fonds dont il avait besoin. Il évitait également de surcharger, pour le présent, le poids de la dette.

De même que par des émissions à court terme, l'État bénéficiait d'un taux d'intérêt nécessairement plus bas, de même par la formule des échéances massives, il assurait une économie temporaire au Trésor.

Cette formule était logique à une époque où le budget était en déficit. Il semblait injustifié de recourir à des emprunts à annuités terminales dont l'amortissement n'eut pas pu être couvert par des recettes normales et permanentes, et eut nécessité l'émission de nouveaux emprunts plus onéreux. Sans compter que cet amortissement, devant se répartir sur une période relativement courte, eut été extrêmement lourd.

Du moment que les Pouvoirs Publics estimaient impossible d'équilibrer le budget, leur politique d'emprunts devant tendre à réduire au minimum les frais qui en résultaient. Les modalités adoptées ont pleinement répondu à ce souci.

Sans doute une telle politique faisait-elle retomber sur l'avenir, lors des échéances, une charge très grande. Mais le gouvernement pouvait escompter que la liquidation de la guerre et les dépenses qu'elle entraînait seraient alors terminées. La situation s'améliorant il devait être possible de différer les remboursements par une consolidation. D'ailleurs, les précautions avaient été prises pour que les échéances les plus rapprochées ne vinssent pas surprendre le Trésor. Les bons à 2 ans 1921 furent admis à la sous-

cription d'emprunts postérieurs et résorbés ainsi. Quant aux bons à 3-5 ans 1922 et à 3-6-10 ans 1923, leur remboursement avant le dernier terme était subordonné au dépôt des titres quatre mois avant les échéances intermédiaires. Il en était de même pour les Bons du Crédit National 6 p. 100 1922. Ce délai laissait théoriquement le temps au Trésor de faire face à toute éventualité.

Accuser la politique d'emprunts depuis 1920 d'avoir été une politique au jour le jour apparaît donc peu justifié. Elle a été la conséquence nécessaire de l'orientation financière adoptée après les hostilités, de même également que l'évolution subie par le coût des émissions.

Coût des emprunts. — Le coût des emprunts a été constamment en s'aggravant, comme en témoigne la statistique suivante :

Emprunts du Crédit National.

Emission 1919, le taux réel ressort à	5,50 p. 100.
— 1920, — —	5,81 —
— 1921, — —	6,21 —
— 1922 (moyenne des 2 émissions) .	6,40 —
— 1923 — —	6,48 —

Emprunts du Trésor.

Bons du Trésor 1921	6,28 p. 100
— 1922 3-5 ans . . . {	6,38 — à 3 ans.
	6,54 — à 5 ans.
— 1923 3-6-10 ans. . {	6,23 p. 100 ¹
	6,61 p. 100 ²

Quant aux bons de la Défense Nationale et aux bons du Trésor à très court terme, leur intérêt, après avoir été relevé le 23 avril 1918, resta sans changement jusqu'au 25 fé-

1. Pour les bons émis en avril et remboursables au bout de trois ans.

2. Pour les bons émis en octobre et remboursables au bout de trois ans.

vrier 1922, date à laquelle le Ministre des Finances le réduisit à 0,5 p. 100. L'excédent des remboursements sur les émissions qui se poursuivit alors, obligea à ramener le taux d'intérêt à son niveau précédent. Ce dernier se révéla lui-même insuffisant et dut être relevé en 1924 et 1925 par de nouveaux avantages qui furent conférés aux Bons de la Défense Nationale et aux Bons du Trésor.

Causes. — Cette augmentation a une double cause, l'une tenant à l'abondance et aux caractères des émissions publiques, l'autre à l'incertitude monétaire.

Le taux réel des emprunts est soumis dans une large mesure à la loi de l'offre et de la demande; il dépend à un moment donné de la quantité de capitaux disponibles et des besoins de fonds à satisfaire. Plus ceux-ci sont élevés par rapport à celle-là, plus importante est la rémunération exigée par les capitalistes.

Dans l'ensemble, il apparaît bien que l'épargne n'ait guère varié de 1920 à 1924; elle s'est maintenue à peu près stable aux environs de 30 milliards. Par contre les besoins en argent frais devaient exercer une pression d'autant plus forte sur le marché qu'ils étaient plus impérieux et qu'ils n'étaient pas prêt de disparaître. On constate cependant que le total des émissions privées et publiques n'a fait que décroître; le taux d'intérêt aurait donc dû diminuer.

En réalité s'il a régulièrement augmenté, c'est que le facteur monétaire a joué un rôle essentiel et grandissant, obligeant le Trésor à réduire ses appels au Crédit.

Il importe peu ici de rechercher les causes des variations du franc et de la hausse des prix. Qu'elle ait été due à la spéculation étrangère, à l'inflation que les Pouvoirs Publics n'ont pu résorber, ou aux difficultés qu'a fait naître la défail-

lance de l'Allemagne, l'incertitude monétaire relevait de la politique financière.

Elle devait avoir pour effet d'accroître constamment le taux de l'intérêt, une partie de celui-ci servant de garantie contre une dépréciation ultérieure de l'étalon des valeurs. Même lorsqu'il s'agissait de valeurs à court terme, les capitalistes, pour compenser les pertes éventuelles qu'ils pouvaient éprouver sur le pouvoir d'achat qu'ils avaient prêté, entre le moment du placement et celui du remboursement, demandaient une prime susceptible de reconstituer intégralement la valeur de leur prêt.

Cette prime d'ailleurs ne s'incorporait pas le plus souvent au taux nominal. Ce dernier s'est toujours augmenté d'avantages en capital ou d'avantages accordés aux revenus. Aux premiers ont correspondu les émissions au-dessous du pair et les lots, aux seconds les exonérations fiscales.

Avantages accordés aux prêteurs. Avantages en capital.

— Ces façons différentes de dissimuler le taux réel d'un emprunt n'ont pas été le propre de la période étudiée, elles ont presque toutes été traditionnellement employées en France, mais l'importance qu'on revêtu les *émissions au dessous du pair* durant les années 1920-1924, comme le montre le tableau ci-joint (p. 39), en rend nécessaire une étude théorique un peu plus complète.

Les émissions au-dessous du pair peuvent revêtir deux formes : tantôt le taux d'intérêt est calculé d'après le pair 5 p. 100 émis à 80 francs ; tantôt il est calculé d'après le prix d'émission : 5 p. 100 émis à 100 francs et remboursable à 150 francs, ces deux formes pouvant d'ailleurs être combinées.

Pour juger l'emploi de ce système, il importe d'envisager

les raisons qui le font préférer par le public, et les avantages et les inconvénients qu'il peut présenter pour l'État.

Emissions au-dessous du pair de 1919 à 1924.

Nature des emprunts.	Prix d'émission.	Prix de remboursement.
<i>Emprunt du Trésor :</i>		
5 p. 100 amortissable 1920.	100 fr.	150 fr.
Bons du Trésor 1921 à 2 ans	97 fr. p. 100 fr. de capital.	100 fr.
Bons du Trésor 1922 à 4-5 ans	99 fr. 50.	{ 100 fr. le 25/9/1925. 101 fr. 50 — 1927.
Bons du Trésor 1923 à 3-6-10 ans	99 fr.	{ 100 fr. le 8/12/1925. 103 fr. — 1928. 108 fr. — 1932.
<i>Emprunts du Crédit National :</i>		
Emprunt 1919.	495 fr. p. 500 fr. de capital.	600 fr. à partir du 1/1/40
— 1920	485 fr.	500 fr.
— 1921	498 fr. 50.	500 fr.
— 1922 février	482 fr.	{ 500 fr. au 1/2/1924. 507 fr. 50 — 1927. 525 fr. — 1932.
— 1922 juillet	500 fr.	{ 505 fr. au 1/7/1928. 515 fr. — 1934. 530 fr. — 1940.
— 1923 janvier	498 fr. 50	Au pair.
— 1923 juin	490 fr.	Au pair.

De l'étude des cours de Bourse, il résulte :

1° Que dès l'admission d'un nouveau titre à la cote officielle, le cours des emprunts émis au-dessous du pair s'élève plus vite que celui des emprunts émis au pair ;

2° Que le cours des titres dont l'intérêt nominal est le moins élevé est proportionnellement coté plus haut que le cours des titres dont l'intérêt nominal est le plus élevé, c'est-à-dire que les titres de rente qui rapportent le plus gros intérêt ne sont pas ceux cotés le plus haut.

La sympathie du public pour les emprunts émis au-dessous du pair est donc indéniable. Cette préférence a des causes diverses. D'abord les risques de conversion sont moins grands. Il faut au préalable que la valeur du titre coté en Bourse ait rejoint sa valeur de remboursement. Par ailleurs les emprunts au-dessous du pair sont un procédé facile pour le capitaliste d'épargner, puisqu'au jour du remboursement il touchera une somme supérieure à celle qu'il a versée. Ils deviennent par là un moyen d'attirer le capitaliste. Pour lutter contre les hésitations du public peu soucieux de souscrire à des obligations qui leur paraissent peu intéressantes ou trop incertaines, il suffira souvent d'augmenter la prime de remboursement. Comme le gouvernement qui devra y faire face n'est pas en général celui qui a procédé à l'émission, les Pouvoirs Publics n'hésitent pas à accorder des primes souvent très élevées dont l'importance dépendra du taux d'intérêt nominal et du crédit de l'État.

Si le goût du public pour ce genre d'emprunt est un avantage considérable pour le Trésor, celui-ci y trouve également un moyen de cacher la faiblesse de son crédit de même qu'il y voyait autrefois un procédé commode de tourner la limitation du taux de l'intérêt. Mais une telle politique est onéreuse, elle accroît le capital de la dette publique et oblige l'État au moment des échéances à des débours qui dépassent largement le chiffre des sommes empruntées. Ainsi les cinq emprunts à long terme de la guerre ont rendu l'État débiteur de 90 milliards alors qu'il n'avait encaissé environ que 72 milliards.

Les lots. — Pour généralisées qu'aient été les émissions au-dessous du pair, elles n'ont pas été cependant sans s'accompagner d'avantages supplémentaires en ce qui concerne

les Emprunts du Crédit National, tous, en effet, sauf l'émission, de 1922 ont été des emprunts à lots.

Si les objections d'ordre moral que soulève un tel procédé ont une valeur incontestable, il n'en est pas moins que par sa nouveauté, il a attiré les souscriptions à une époque particulièrement délicate de notre histoire financière. L'importance des lots, leur nombre, ont permis d'émettre avec succès des valeurs dont le coût ne dépassait guère en définitive celui des Bons du Trésor à court et à moyen terme. Elles ont répondu au goût du public et ne semblent pas devoir être condamnées. Mais leur utilisation marque bien l'affaiblissement du crédit de l'État qui a été contraint, pour obtenir les capitaux nécessaires, de faire fond « sur la passion humaine du jeu et de sapper la conviction que le travail et l'épargne procurent seuls l'aisance et la fortune. »

Avantages accordés aux revenus. — Plus légitimes apparaissent les avantages accordés aux revenus des titres publics. Parfois le Trésor a consenti une *bonification de taux* en payant d'avance les intérêts, ainsi en a-t-il été des bons de la Défense Nationale, des Bons du Trésor 1921 à deux ans ; de même pour hâter les rentrées de fonds, lors de l'émission des rentes 6 p. 100 1920, une clause prévoyait que les souscriptions anticipées à l'emprunt qui pouvaient avoir lieu dès le 25 août bien que théoriquement la période d'émission ait été fixée du 20 octobre au 30 novembre 1920, bénéficieraient d'un intérêt complémentaire de 5,75 p. 100 à compter du lendemain de la souscription jusqu'au 30 novembre. En souscrivant le 25 août, on percevait donc des intérêts de 5,75 p. 100 pendant trois mois.

Ces modalités ne sont restées d'ailleurs qu'exceptionnelles. A l'inverse les exonérations fiscales ont été très généralisées.

L'État, au lieu de faire supporter à ces titres les impôts frappant les valeurs mobilières, a préféré obtenir des conditions d'intérêt plus avantageuses en les exemptant de toute taxe. Il semble d'après une étude récente sur laquelle nous reviendrons ultérieurement, que cette exonération a eu une influence certaine et que le coût des emprunts publics diminuerait encore si l'on généralisait l'exemption de l'impôt général sur le revenu appliquée en 1925 aux Bons de la Défense Nationale.

Si l'État a pu ainsi procéder à des émissions plus avantageuses dans leur ensemble que les émissions privées d'obligations, il n'a pas été pour autant maître du loyer de l'argent. C'est une erreur de croire que par des procédés empiriques, à un moment donné, les Pouvoirs Publics peuvent faire baisser le taux des capitaux. Celui-ci dépend des conditions du marché et des circonstances diverses que l'État doit subir. Sans doute par l'influence qu'elle exerce, matériellement par ses emprunts, psychologiquement par son orientation, la politique générale amène-t-elle une hausse ou une baisse du taux de l'intérêt, mais ces réactions ne sont pas brutales, elles ne se produisent que sur une période de temps un peu longue. A cet égard les effets de la réduction du taux des Bons de la Défense Nationale, sont particulièrement probants.

Le Ministre des Finances en 1922 estimant que le taux d'intérêt des bons était hors de proportion avec l'abondance des disponibilités monétaires, décida par décret de diminuer l'intérêt servi de 0,50 p. 100. La mesure prise le 12 mars 1922 parut ne pas avoir de conséquences funestes ; durant les mois d'avril, mai, juin, les excédents mensuels des émissions se maintinrent au même chiffre que durant

les mois précédents soit un milliard 165 millions. Au contraire à partir du mois de juin, les remboursements commencèrent à l'emporter, et jusqu'au mois de mai 1923, l'excédent des remboursements atteignit le chiffre de 10 milliards. Sans doute faut-il tenir compte de l'émission des Bons du Trésor à 3-5 ans dont un grand nombre de souscriptions ont été opérées à l'aide de ces mêmes remboursements. Mais, si le taux d'intérêt des Bons de la Défense Nationale avait été plus élevé, les porteurs n'auraient pas trouvé avantage à procéder à une telle opération qui risquait d'être funeste au Trésor. Aussi bien en mai 1923, le taux d'intérêt fut-il relevé, trois mois après de nouveaux excédents apparaissaient.

A ce propos, un membre du Parlement a pu dire : « Certains députés ont l'illusion de croire qu'il dépend du gouvernement de faire baisser le taux d'intérêt ; un ancien ministre n'avait-il pas soutenu qu'en réduisant le taux d'intérêt des bons, on obligerait la Banque de France à diminuer à son tour son taux d'escompte, et les sociétés financières et industrielles à suivre le mouvement quand elles auraient des emprunts à émettre. Cette opinion pourrait à la rigueur se défendre si le Trésor n'avait plus besoin d'émettre d'emprunts à jet continu, et s'il avait, en outre, consolidé une large part de la dette flottante. Mais ce n'est précisément pas le cas. L'expérience de l'an passé démontre que dans les circonstances actuelles, un abaissement même léger du taux d'intérêt des bons à très court terme se traduit par une diminution considérable du produit net des émissions. »

Si donc l'État veut diminuer ses charges d'emprunts, qu'il restreigne ses dépenses, c'est la tâche de la politique générale et non de la seule politique financière. Pour l'avoir

accomplie trop tardivement, les Pouvoirs Publics ont dû recourir à des procédés d'emprunts, et à des taux d'émission qui dans la suite pouvaient entraîner de graves répercussions sur les Finances Publiques et sur la monnaie.

D) LES CONSÉQUENCES ÉVENTUELLES DE LA POLITIQUE
D'EMPRUNTS

Dans son exposé des motifs de la loi de Finances de 1926, M. Loucheur, en octobre 1925, a déclaré au Parlement : « jusque là, dans les années qui ont précédé 1925, l'État avait basé sa Trésorerie sur l'espérance de la réussite des émissions à jet continu des Bons de la Défense Nationale ou de quelques emprunts à court et à long terme qu'il effectuait. »

Que le public refusât de souscrire, que la confiance dans la solvabilité de l'État vint à disparaître et le Trésor serait aux prises avec les plus graves difficultés.

L'expérience des années 1920-1924 a montré que la première de ces deux hypothèses n'était pas chimérique, qu'il était impossible de demander au marché des capitaux de combler les déficits du budget et du Trésor pendant un temps prolongé. L'épargnant s'inquiète, il est de moins en moins empressé à souscrire à des valeurs dont le produit doit couvrir des dépenses improductives.

Dès 1923, un premier avertissement avait été donné. On constatait en effet qu'au cours des diverses émissions directes ou indirectes du Trésor, la circulation fiduciaire diminuait à peine, ce qui prouvait que les souscripteurs opéraient la plus grande partie de leurs versements en se faisant rembourser les bons de la Défense venant à échéance. L'argent frais refusait de s'investir en placements publics,

et le Trésor, pour faire face à ses débours, était obligé de multiplier ses appels aux établissements de crédit. C'était le début de la politique d'expédients.

Sans doute, pour expliquer cette réticence des capitalistes, diverses raisons ont-elles été invoquées. La hausse des prix qui s'accélérait depuis 1922, aurait réduit les disponibilités des particuliers, contraints de consacrer une part de plus en plus grande de leurs revenus à la consommation, de même qu'elle aurait imposé aux entreprises d'avoir des fonds de roulement supérieurs. Par ailleurs on a mis en avant la dépréciation du franc. Du 1^{er} janvier au 31 décembre 1923, notre papier monnaie avait perdu par rapport au dollar or plus de 50 p. 100. Dans la crainte de voir diminuer constamment la valeur du franc, le public achetait des valeurs réelles, marchandises ou autres. Parallèlement les vendeurs de change s'alarmaient de la chute continue de la monnaie française et afin de ne pas s'exposer à des risques de pertes, ils exigeaient des prix élevés pour les devises appréciées qu'ils nous cédaient, aggravant ainsi la chute du franc. Ce double mouvement expliquerait la désaffection du public pour le titre à revenus fixes et les embarras croissants de la Trésorerie.

Ces arguments ont une valeur incontestable, mais ils ne sont pas suffisants, à notre avis, pour rendre compte des difficultés de placement des Bons du Trésor. Ils seraient entièrement valables pour la période de 1924 à 1926. Ils ne le sont pas ici. D'abord la hausse des prix a été très lente et ne semble pas avoir provoqué une diminution de l'épargne, les bénéfices réalisés par les particuliers, commerçants et industriels ayant augmentés dans la même proportion. Quant à la dépréciation du franc, son rôle, capital en 1925, a été assez restreint en 1923. Le public avait con-

servé une entière confiance dans la valeur de notre monnaie comme l'a prouvé la crise des changes de mars 1924, et s'il demandait des taux d'intérêt susceptibles de parer à une dépréciation nouvelle, celle-ci n'apparaît pas avoir influé grandement sur le montant de leurs souscriptions.

En réalité, à ces deux arguments, il faut en ajouter un autre que l'évolution de la dette publique de 1932 à 1935 confirmera. L'épargnant s'est inquiété des sommes auxquelles l'État faisait appel pour couvrir des dépenses qui incombaient logiquement à l'impôt. Les besoins impérieux du Trésor ont conduit à des conditions et à des modalités d'émissions de plus en plus onéreuses sans qu'il s'en soit trouvé satisfait pour autant. C'est la permanence et l'importance de ces besoins, plus que les circonstances extérieures qui ont agi sur les souscripteurs.

Dès lors que le public refusait de souscrire aux emprunts d'État la situation du Trésor, l'avenir du franc ne dépendaient plus que de la confiance.

Le Trésor était en effet dans la situation voisine d'un établissement de crédit, les fonds qu'il avait empruntés étaient pour la plupart des dépôts à court terme à 1-3-6 mois 1 an exposés aux demandes de remboursement. Mais au lieu d'appliquer les règles normales de la prudence imposées aux banques, le Trésor avait été contraint d'immobiliser toutes ses disponibilités en dépenses improductives et définitives ; des demandes de remboursements ne pouvaient être satisfaites que par des expédients.

A côté de ces dépôts à très court terme dont la menace était déjà grave, d'importantes échéances de la dette à court et à moyen terme allaient peser sur la Trésorerie entre 1924 et 1926 comme le montre le tableau suivant :

Echéances de 1924 à 1926. Dette à court terme.

Nature des emprunts.	Capital nominal.	Echéance au gré du porteur.		
		1924	1925	1926
—	—	—	—	—
	Milliards.			
Bons du Trésor 3-5 ans				
1922.	8.238		25/9 = 8.237	
Bons du Crédit Nat.				
6 0/0 février 1920. .	4.710	1/2 = 4.710		
Bons Crédit National				
6 0/0 juin 1922 . .	3.290		1/7 = 3.290	
Bons du Trésor 3-6-				
10 ans 1923 février.	10.090		3/12 = 10.090	
Bons du Trésor 3-6-				
10 ans 1923 sept. .	6.189			2/5 = 6.189
	<u>32.516</u>	<u>4.710</u>	<u>2.167</u>	<u>6.189</u>

Pour y faire face, il fallait ou que l'État puisse emprunter à nouveau, ce qui était impossible comme l'a prouvé l'échec de l'emprunt du Crédit National de 1924, ou que le public, tranquilisé, ne songeât pas à demander le remboursement anticipé.

Ainsi pour écarter les risques de retraits qui se chiffraient au total :

A 32 milliards 516 de dette à court terme ;

A 55 milliards de Bons de la Défense ;

A 3 milliards et demi de Bons du Trésor ;

Il était indispensable que la confiance se maintint.

III. — LA POLITIQUE FINANCIÈRE
ET LA POLITIQUE D'EMPRUNTS DE 1924 A 1926

L'année 1924 s'ouvrait sous des auspices peu favorables.

« Les spéculateurs étrangers s'étaient en effet rendu
« compte du parti qu'ils pouvaient tirer de la situation
« difficile où se trouvaient les finances françaises. Depuis

*Circulation des bons de la défense, le prix,
le change, cours des rentes.*

Dates.	Circulation des B.D.N en fin de mois en millions.	Indice d'ensemble des prix de gros.	Cours du dollar.	Cours de la rente 3 p. 100,
1921 :				
Décembre. . .	58.420	313,8	12,79	54,98
1922 :				
Janvier	59.787	302,2	12,25	55,60
Février	60.092	295,2	11,51	58,08
Mars	61.087 ¹	296,2	11,11	58,02
Avril	61.529	302,02	10,85	57,54
Mai.	62.891	305,2	10,93	57,01
Juin	53.811	313,1	11,45	57,86
Juillet	62.527	313,2	12,13	58,06
Août	62.663	519	12,59	59,58
Septembre. . .	63.131	317,2	12,98	61,82
Octobre. . . .	60.781 ²	325	13,58	58,89
Novembre. . .	57.665	339	14,78	58,94
Décembre. . .	36.431	343,7	13,75	59,27
1923 :				
Janvier	»	372,3	14,30	38,59
Février	»	406,2	16,20	58,46
Mars	»	408,5	15,94	58,06
Avril	31.577	39,95	15,02	57,52
Mai.	52.947	391,6	15,06	57,66
Juin	54.841	393,6	15,88	57,09
Juillet	55.555	394,7	15,97	56,56
Août	56.353	397,9	17,69	56,06
Septembre. . .	56.679	408,1	17,14	57,37
Octobre. . . .	54.991 ³	405,1	16,81	55,67
Novembre. . .	53.939 ³	426,0	18,19	54,56
Décembre. . .	54.729	441,1	19,02	54,03
1924 :				
Janvier	54.889	475,09	21,38	53,80
Février ⁴ . . .	54.682	523,1	22,65	54,74
Mars ⁴	54.522	480,7	21,70	56,03
Avril	56.194	432,6	16,37	54,83

1. Baisse du taux de l'intérêt des bons de 0,50 p. 100.
2. Résultat de l'émission des bons du Trésor 1922, 2-5 ans.
3. Conséquence de l'emprunt du Trésor 1923t 3-6-10 ans.
4. Crise des changes.

« que la Livre avait atteint le cours de 90, ils avaient com-
 « mencé à vendre du franc à découvert et cela sans attirer
 « l'attention des dirigeants du marché de Paris... En effec-
 « tuant journallement sur notre place des achats massifs
 « de valeurs à change (du Suez notamment) ils tâchaient
 « de jeter dans l'esprit du capitaliste français un doute
 « grandissant sur la solidité de notre monnaie et de l'orien-
 « ter par là vers des valeurs étrangères, ce qui par le jeu
 « normal de l'arbitrage, provoquait naturellement des
 « ventes de francs.

« Leur but était clair : créer à la Bourse de Paris un mou-
 « vement de panique à la faveur duquel ils pourraient
 « liquider leur énorme position spéculative avec un bénéfice
 « considérable...

« Le danger de laisser la manœuvre se développer était
 « d'exposer notre pays, la hausse du change amenant la
 « hausse des prix et le mécontentement, la hausse des prix
 « amenant l'inflation ¹. »

La manœuvre prit rapidement une certaine ampleur. La Livre passa brusquement de 103 fr. 50 à 106 fr. 50 le 3 et le 4 mars elle atteignait 113,05 le 7 mars, 117,65 dans la matinée du 8 pour clôturer à 123.

C'est alors que la place de Paris décida d'agir et d'abord à l'aide des devises étrangères dont elle pouvait disposer, ensuite, avec le produit de l'emprunt Morgan, elle parvint à ramener la Livre à 90 le 15 mars. La crise du change paraissait terminée. Elle le paraissait d'autant plus que le public français avait conservé tout son calme et n'avait à aucun moment répondu aux espoirs des spéculateurs étran-

1. Raymond Philippe. *Le Drame financier de 1924 à 1928*.

gers. Au moment des élections générales, le franc avait conservé sa valeur, les places étrangères n'étaient pas près de recommencer une manœuvre qui leur avait causé de lourdes pertes, la confiance du pays était intacte.

Ce n'est qu'à partir du mois de mai 1924 que par leur politique financière, les Pouvoirs Publics firent lentement disparaître la confiance et au lieu de rétablir le crédit de l'État, en provoquèrent l'effondrement.

A) LA POLITIQUE FINANCIÈRE ET LA CONFIANCE

Du moment que le public refusait de souscrire aux valeurs d'État dans une mesure suffisante, il fallait enrayer définitivement les sources d'emprunts. Mais le changement d'orientation politique, les discussions alarmantes par leur lenteur et les idées émises empêchèrent de résoudre à temps le double problème du budget et du Trésor.

Le budget en 1924 quoiqu'encore en déficit était loin de présenter un déséquilibre comparable à celui des années 1919 et 1920. Les mesures fiscales adoptées en mars 1924, le double décime voté, condition essentielle de l'octroi de l'emprunt Morgan, étaient parvenus à combler en partie l'écart existant entre les recettes et les dépenses. Restait à supprimer totalement cet écart. Il le fut trop tardivement en juillet 1926.

Entre 1924 et 1926, de nombreux projets furent élaborés. Mais leurs contenus étaient si contradictoires, la durée des Ministères si courte, que la plupart n'aboutirent pas.

M. Caillaux en arrivant au Ministère des Finances en avril 1925 réclama un accroissement des impôts qui permît de réaliser le « superéquilibre », mais en repoussant le projet

socialiste de prélèvement sur le capital, il s'aliéna une partie du Cartel et dut se retirer le 27 octobre.

Son successeur Painlevé était partisan d'une contribution nationale sur toutes les formes de la richesse et d'un moratoire des valeurs à court terme; le Cabinet dont il faisait partie fut renversé en novembre. Doumer proposa toute une série de ressources nouvelles, mais la majorité de gauche refusa de voter la taxe sur les paiements qui à elle seule devait fournir plus de la moitié des ressources escomptées, tandis que le programme établi par les partis de gauche et comprenant, entre autres mesures, la suppression des titres au porteur, et la participation de l'État dans les successions était repoussé par la majorité de droite.

Ce ne fut que sous la pression des nécessités en mars 1926 que la Chambre décida de voter 5 milliards d'impôts nouveaux. Pour parfaire l'équilibre, le Comité des experts dont la création avait été décidée le 1^{er} juin préconisa certaines mesures d'ordre fiscal, mais le gouvernement en demandant les pleins pouvoirs pour les appliquer, fut mis en minorité le 17 juillet. La livre était à 240 francs.

Ainsi des attermolements de plus de deux années révélèrent l'impuissance des Pouvoirs Publics. Ils contribuèrent à alarmer l'opinion. L'exportation des capitaux s'accrut tandis que la situation de la Trésorerie empirait.

La situation du Trésor en juin 1924, date à laquelle le Ministère Herriot prenait le pouvoir, était grave. La Trésorerie était sans ressources, le plafond des avances autorisées et celui des billets en circulation presque atteint.

Au 1^{er} juillet 1924, la situation était la suivante : Avances autorisées 23 milliards 200 soit une marge de

200 millions . Circulation des billets 40 milliards 416 sur un maximum autorisé de 41 milliards.

Dès lors qu'il ne voulait pas procéder à un accroissement des ressources fiscales qui eut libéré le Trésor de dépenses permanentes et n'admettait pas la possibilité d'une avance supplémentaire de la Banque de France, le gouvernement comptait sur un « miracle » pour sortir des difficultés que l'adaptation progressive des prix au niveau des changes devait aggraver de jour en jour.

Ce « miracle » ne se produisit pas. Sans doute jusqu'en décembre 1924, grâce aux avances des sociétés de Crédit et à un emprunt de consolidation, grâce aussi aux heureux résultats de la conférence de Londres et au renouvellement du crédit Morgan, la situation parut-elle s'améliorer. Mais en décembre, à l'insu d'ailleurs du gouvernement, pour subvenir aux besoins du Trésor, le plafond d'émission de 41 milliards fut dépassé. Quand ce fait, gardé secret, et démenti à plusieurs reprises fut rendu public, le Ministère tomba.

M. Caillaux, — après avoir demandé vainement d'établir le plafond unique, c'est-à-dire d'augmenter automatiquement le montant des billets en circulation à chaque fois que celui des Bons de la Défense Nationale se trouverait abaissé, conception peut-être sans danger, car il suffirait que les porteurs de Bons eussent la certitude d'être remboursés à leur gré pour qu'ils n'aient plus le désir de l'être — après avoir repoussé la conversion forcée qui eût eu pour résultat de paralyser l'activité de nombreux établissements bancaires, industriels ou commerciaux, en fut réduit lui-même aux expédients et jusqu'en juillet 1926, les avances de la Banque de France fournirent la plus grande partie des fonds qui étaient nécessaires.

En réalité le problème de la Trésorerie dépendait étroitement de la solution apportée au problème budgétaire. Si ce dernier avait été résolu dès avril 1924, aucune charge n'eut obligé l'État à se procurer des capitaux. Les appréhensions du public eussent été calmées et il est probable que les demandes de remboursements des Bons de la Défense n'auraient pas pris une si grande ampleur.

A l'inverse tant que le budget était en déficit, le Trésor devait y faire face. La difficulté d'obtenir des fonds imposait le recours aux avances de la Banque de France, qui elles-mêmes en accroissant la circulation fiduciaire et les prix, étaient génératrices d'une nouvelle inflation. Le public redoutant la chute de la monnaie, redoutant aussi la consolidation forcée dont la menace pesa pendant plus d'un an sur les détenteurs de Bons et sur les déposants de caisse d'Épargne, demandaient le remboursement de leurs capitaux. D'où une nouvelle source de dépenses pour la Trésorerie et une nouvelle inflation.

Envisagées isolément, les sorties des fonds du Trésor étaient ainsi sans solution.

En résumé, la chute continue du franc depuis décembre 1924 apparaît bien être la conséquence d'une politique déficiante. Au lieu de maintenir la confiance, les Pouvoirs Publics l'ont anéantie. Ils ont été à l'origine des difficultés du Trésor que la période précédente avait préparées mais qu'un gouvernement énergique et fort eut résolues.

B) LA STRUCTURE DES EMPRUNTS

La dette publique a subi le contre-coup d'une telle évolution financière. Les Bons de la Défense Nationale ont été en

regression constante tandis que les avances des Établissements de Crédit, puis celles de la Banque de France se sont accrues considérablement.

Les deux emprunts émis dans le public : les Bons Clémentel 1924 et l'emprunt Caillaux 1925 ont présenté des modalités très particulières qui marquent l'influence de la politique financière.

Les Bons de la Défense Nationale. — Si les Bons de la Défense Nationale saccusèrent encore durant l'année 1924 un excédent de souscriptions, à partir de 1925, les remboursements l'emportèrent.

Deux faits contribuèrent en 1924 à assurer le renouvellement des bons. D'une part, leur taux d'intérêt avait été accru. Dès lors que le loyer de l'argent sur le marché à court terme s'élevait, il fallait parallèlement augmenter celui des bons : les émissions des Bons du Trésor 3-6-10 ans en fin 1923, souscrit en partie à l'aide des remboursements des Bons de la Défense Nationale en était la preuve. Mais plutôt que d'accroître l'intérêt nominal, on préféra donner aux souscripteurs et possesseurs de Bons de la Défense un avantage substantiel, en exonérant le revenu des bons de l'impôt général sur le revenu. Nous verrons plus loin ce qu'il faut penser d'une telle pratique.

D'autre part, la crise des changes de mars avait été enrayée, définitivement, semblait-il ; la confiance était revenue. On espérait que le gouvernement serait assez énergique pour empêcher une baisse nouvelle ; les affirmations réitérées de sa volonté de ne pas faire d'inflation, renforcèrent cet espoir.

Cependant, dès la fin de décembre, les difficultés de la Trésorerie, les perspectives d'échéances, l'inertie des Pou-

*Mouvements des bons de la Défense Nationale
de 1924 à 1926.*

Dates.	Excédent des émissions.	Excédent des remboursements.	Circulation en fin de mois.
1924 :			
Mars.	»	»	54.522
Avril.	»	»	56.194
Mai	»	»	56.780
Juin,	»	»	56.343
Juillet.	»	»	56.288
Août.	»	»	56.598
Septembre.	»	»	57.180
Octobre	»	»	57.181
Novembre	»	»	57.047
Décembre	»	»	53.538 ¹
1925 :			
Janvier	348	»	54.886
Février	106	»	54.992
Mars	»	»	53.945
Avril	»	1.699	52.246 ²
Mai	»	1.002	51.244
Juin.	»	675	50.560
Juillet	121	»	50.690
Août.	»	360	50.330
Septembre	872	»	51.202
Octobre	»	4.579	46.623
Novembre	»	1.054	45.569
Décembre	»	»	45.735
1926 :			
Janvier	354	»	46.089
Février	»	21	46.088
Mars	»	285	45.783
Avril	429	»	46.212
Mai	172	»	46.384
Juin.	»	227	46.157
Juillet	»	1.939	44.218

1. Conséquences de l'emprunt 5 p. 100 amortissable 1924.
2. Conséquences de l'émission de chèques contributions.
3. Conséquences de l'émission de rentes 4 p. 100 1925.

voirs Publics recommencèrent à effrayer l'opinion. La solvabilité de l'État qui jusqu'ici n'avait jamais été mise en doute, commença à être discutée. Les demandes de remboursements s'accrurent. Les chiffres suivants montrent l'apparente ampleur que prit peu à peu ce mouvement (Voir le Tableau de la p. 55).

Du 1^{er} janvier au 31 décembre 1925, la circulation des Bons passa de 54 milliards 886 à 45 milliards 735 soit une diminution de 9 milliards 150.

Mais si, de ce chiffre, l'on retire les 4 milliards 956 qui ont été utilisés à la souscription de l'emprunt 4 p. 100 1925 à garantie de change et les 1 milliard 830 qui ont été demandés en remboursement pour souscrire aux chèques contributions émis par le gouvernement de février à mai 1925, on voit que les débours réels du Trésor du fait des Bons de la Défense se sont montés à 3 milliards et demi environ.

Ces remboursements à charge du Trésor ont été relativement peu élevés et on peut s'étonner que, étant donné les circonstances, ils ne l'aient pas été davantage. Par ailleurs les périodes où les retraits de capitaux ont été particulièrement importants, c'est-à-dire mars, avril, mai, juin et octobre, novembre ont coïncidé exactement avec les émissions du Trésor, si bien que les remboursements se sont étagés à peu près également sur toute l'année avec par moment des mois où les souscriptions ont été à nouveau en excédent, ce qui marque bien les alternatives de confiance ou de défiance que traversa le public. Durant l'année 1926, à l'exception du mois de juillet, il y eut même un très léger excédent d'émission.

Sans doute faut-il attribuer cette faiblesse relative des demandes de remboursements au fait que les Bons de la

Défense étaient devenus depuis la guerre un placement commode et productif pour les établissements de crédit. Comme les capitaux se trouvaient multipliés par l'émission des billets sans qu'ils pussent trouver immédiatement un emploi à cause du retard avec lequel la hausse des prix se produisait, une partie venait grossir les comptes de dépôts des banques. Celles-ci en possession de fonds que le papier de commerce ne suffisait pas à utiliser, les employaient temporairement en bons.

Il est même probable, étant donné l'abondance de l'argent à court terme qui ne cessa d'exister pendant ces deux années, que les retraits eussent été encore moins importants si la menace de consolidation forcée n'avait pesé constamment sur les détenteurs de bons.

Il est cependant curieux de constater l'influence que la dévaluation progressive de la monnaie exerça sur les diverses catégories de bons.

Bons à	31 janvier 1925.	31 décembre 1926.
1 mois	2.715	4.887
3 mois	2.523	3.544
6 mois	8.685	3.704
1 an	40.963	38.610
	<u>54.886</u>	<u>50.745</u>

Les bons à un et trois mois prirent une importance nouvelle au détriment des bons à six mois et à un an.

Ainsi c'est autant par un raccourcissement des échéances que par des demandes de remboursements que la politique financière du gouvernement a agi sur les Bons de la Défense Nationale.

Avances directes ou indirectes de la Banque de France.

— Quoi qu'il en soit, si les bons n'ont pas provoqué les résul-

tats désastreux que l'on redoutait, ils n'ont pas fourni au Trésor les sommes qui lui étaient nécessaires pour faire face à ses dépenses propres et à celles du budget que hausse des prix accroissait. Puisque le crédit de l'État ne lui permettait pas de recourir à l'épargne, un moyen subsistait : les avances de la Banque de France.

“ Ces avances furent en réalité de deux sortes, directes et indirectes. Elles produisirent toutes deux un même résultat, celui d'accroître la circulation fiduciaire. En effet les avances que l'État demanda aux sociétés de crédit, ne furent fournies que grâce à l'escompte de leur portefeuille auprès de la Banque de France, c'est-à-dire à une émission de papier monnaie. Elles permirent cependant d'éviter un relèvement du plafond des avances de l'Institut d'Émission et d'inquiéter le public.

~ Déjà en mars 1924, les grandes banques françaises et la Banque d'Algérie avaient ouvert au gouvernement un crédit de 900 millions, remboursé en fin mai après la débâcle des spéculateurs étrangers. A partir de fin juin les échéances trimestrielles du Trésor, les plus lourdes de l'année, furent couvertes à nouveau à l'aide d'avances et d'expédients tels que la vente de change à réméré.

Ces avances s'élevaient :

En fin juin à 1 milliard 240 ;

En fin septembre à 1 milliard 120 ;

En fin décembre à 1 milliard 175.

Tous ces crédits furent d'ailleurs remboursés dans le délai de trois mois pour se renouveler ensuite.

En fin janvier 1925, il fut indispensable de vendre à réméré 16 millions de dollars, et fin février de faire un nouvel appel aux banques de 1 milliards 025.

Le 4 mars, on eut recours pour la première fois à l'escompte du portefeuille de la Caisse des Dépôts et Consignations, afin d'obtenir un complément de 300 millions. Le 31 mars nouvelle avance des banques et de la Caisse des Dépôts s'élevant à 900 millions. Mais les sociétés de crédit déclarèrent nettement qu'elles se refuseraient désormais, à faire de nouvelles avances au Trésor.

Au début d'avril 1925, le montant des avances consenties s'élevait aux chiffres suivants :

Vente à réméré de 15 millions de dollars	
le 6 février	0.270
Souscription de bons par la Banque de	
France	0.500
Avances des Banques du 4 mars.	0.725
Avances des Banques du 4 avril	0.650
Portefeuilles présentés à l'escompte par la	
Caisse des Dépôts et la Banque d'Al-	
gérie	0.455
Soldes débiteurs du compte courant du	
Trésor	0.520
	3.120 millions.

ce qui rendit nécessaire le 15 avril de porter à 45 milliards le maximum de la circulation. Cette loi du 15 avril marque le terme de cette politique d'avances indirectes qui avaient imposé un accroissement de la circulation fiduciaire.

Mais elle est le début de l'inflation qui sera pratiquée jusqu'en 1926.

Si M. Herriot en arrivant au pouvoir refusa d'augmenter le plafond des avances, ce qui, avec des ressources fiscales nouvelles eut sans doute pu mettre la Trésorerie définitivement à l'aise, à partir d'avril 1925, il parut impossible de recourir aux expédients, les banques s'y refusaient. Or il fallait rembourser les crédits accordés par celles-ci, faire

face aux reynouvellements des bons, assurer les échéances massives de la dette à court terme et combler le déficit du budget.

*Situation des avances de la Banque de France au Trésor
au début de chaque mois et maximum légal
de la circulation à cette date.*

Année 1925.	Avances.	eu + en —	Incidents de Trésorerie.	Max. légal des avances de l'Etat.	Max légal de la circulation.	Montant de la circulation
				Milliards.	Milliards.	
2 Janvier . .	21.800	»	»	22	41	40.885
5 Février . .	21.900	+ 100	»	»	»	40.858
5 Mars . . .	21.900	»	»	»	»	40.886
2 Avril . . .	21.900	»	»	»	»	40.903
7 Mai. . . .	23.850	+ 1.950	»	26 (loi 15 av.)	45 (loi 15 av.)	43.408
4 Juin . . .	25.200	+ 1.350	»	»	»	43.648
2 Juillet . .	27.700	+ 2.500	1/7 remb. Bons Cr. Nl. 1922.	32 (dp. 27 juin.)	51 (dp. 27 juin.)	43.799
30 Juillet. . .	27.250	— 450	Souscript. à l'emp. 4 % dp. 28 juin.	»	»	44.496
3 Septembre.	28.800	+ 1.550	Remb. de Bons 1922.			45.445
1 ^{er} Octobre .	30.350	+ 1.550	»	»	»	46.353
5 Novembre .	31.400	+ 1.050	»	»	»	48.011
3 Décembre .	33.500	+ 2.100	Remb. Bons 1923.	33.500	»	49.183
31 Décembre .	35.950	+ 2.450	»	(dep. 23 nov.) 39.500 (dp. 6 déc.) réduit à 38.500 par remb. du 1/1/26.	58.500 (depuis 6 déc.).	51.085
+ 14.250						

	Milliards.
Augmentation des avance de la banque de France au Trésor.	14.250
Augmentation de la circulation du 2 janvier au 31 décembre.	10.200

Le premier relèvement du maximum légal des avances de 22 à 26 milliards servit à régulariser une situation de fait qui existait depuis le début janvier et à procurer les fonds nécessaires aux demandes de remboursements de Bons de la Défense. Le deuxième de 26 à 32 milliards fut voté le 27 juin en prévision des échéances massives, de même les 3^e et 4^e votés le 23 novembre et le 6 décembre 1925. Parallèlement le maximum légal de la circulation passa de 41 à 45, puis à 51 enfin à 58 milliards le 6 décembre.

Au total comme le montre le tableau annexé, les avances en 1925 se sont élevées à 14 milliards 250 tandis que l'augmentation de la circulation s'accroissait de 10 milliards 200.

Ces 14 milliards furent utilisés à deux fins, pour couvrir les dépenses exceptionnelles de la Trésorerie et le déséquilibre budgétaire. D'après le rapport Chéron sur les ressources exceptionnelles, les premières présentent le détail suivant :

Remboursement en numéraire de la dette intérieure à court terme.

	Montant en circulation millions.	Remboursement effectué en numéraire.
	—	—
Obligations décennales 1915/25 remboursables le 15/2/25	333	333
Bons Crédit NI 6 0/0 juillet 1925 remboursables le 1/7	3.290	1.730
Bons du Trésor 3-5 ans 1922, remboursables le 25 sept. 1925.	8.237	3.081
Bons du Trésor 3-6-10 ans 1923 (1 ^{re} série)	10.090	1.974
Obligations décennales type 1919 remboursables à toute époque	706	315
	22.656	7.433

Si à ce chiffre de 7 milliards 433, on ajoute le montant des Bons de la Défense Nationale remboursés par le Trésor,

sans autres ressources spéciales et que M. Chéron fixe à 3 milliards 865, nous arrivons à un total de 11 milliards 298 duquel il convient d'enlever l'augmentation de souscriptions des Bons du Trésor ordinaires de 0 milliard 524 pour obtenir le chiffre des débours du Trésor dus aux dépenses exceptionnelles soit : 10 milliards 774. La différence de 3 milliards 476 représente ainsi le montant des billets mis en circulation pour combler le déficit budgétaire.

Pendant les sept premiers mois de l'année 1926, le maximum légal des avances ne fut pas relevé, mais au 27 juillet les avances au Trésor atteignirent 38 milliards 499 avec une marge disponible de 1 million.

Les conséquences d'un pareil accroissement de la circulation fiduciaire furent immédiates, l'indice des prix de gros s'éleva progressivement de 432 en avril 1924 à 488,2 en décembre, à 522, 2 en juillet 1925, à 646 en décembre.

Pour réduire la circulation et entraver cette hausse les Pouvoirs Publics eurent recours à plusieurs procédés, les uns tendaient à diminuer l'usage des billets de banque dans les règlements publics ou privés, de là provient les efforts pour généraliser l'emploi du chèque, les paiements par virements ; d'autres cherchaient à provoquer une déflation des prix par un abaissement du cours des changes. Mais les interventions sur le marché des changes qui eurent lieu en fin 1924 ne pouvaient guère avoir de résultats ; le succès de la manœuvre en 1920, n'était pas un précédent. En effet à cette époque le ralentissement prolongé pendant dix-huit mois de l'activité nationale avait amené un ralentissement correspondant dans les demandes des billets et la livre fléchissait parce qu'on n'avait plus besoin de change, n'ayant plus d'achats à régler à l'étranger. En décembre 1924

au contraire, les stocks étaient bien inférieurs aux besoins et les industriels et commerçants devaient profiter d'une baisse artificielle des changes pour s'approvisionner en devises étrangères, invités à cela par tous ceux qui, pour des raisons politiques et financières, croyaient à la dépréciation du franc. Aussi l'intervention sur le marché échoua-t-elle. Elle ne fut pas reprise.

L'on eut recours enfin à des émissions sur le marché : l'une, les bons Clémentel 1924 eut pour but de réduire la circulation tout en procurant les fonds nécessaires au Trésor, l'autre, l'emprunt Caillaux 1925 de prévenir un nouvel accroissement de la circulation par la consolidation des Bons de la Défense Nationale. Aucune ne donna de résultats satisfaisants.

Bons Clémentel. — Le mois d'octobre 1924 semblait particulièrement favorable à l'émission d'un emprunt. Les changes s'étaient maintenus relativement stables depuis le mois d'avril, le Trésor n'avait pas eu encore à faire appel aux avances de la Banque de France, les prix avaient à peine commencé à monter. Cependant l'échec de l'emprunt du Crédit National en janvier invitait à la prudence.

Aussi le gouvernement lança-t-il un emprunt avantageux pour le public. Le taux réel des bons fut de 8,60 p. 100. Ceux-ci étaient amortissables en dix ans avec une prime de 50 p. 100. Mais l'amortissement devait s'effectuer par tirage au sort qu'à partir de 1930 pour ne pas surcharger le Trésor.

Le résultat parut favorable puisque les souscriptions atteignirent 4 milliards 912 alors que le décret du 1^{er} novembre 1924, n'avait prévu que 4 milliards. En fin de compte, ce fut un échec : les souscriptions ne provinrent

guère que des remboursements de Bons de la Défense Nationale alors qu'il eût fallu et que l'on espérait obtenir des souscriptions de l'argent thésaurisé pour soulager la Trésorerie. Le public ne voulait plus d'emprunts obligataires et il n'y eut en somme qu'une consolidation très onéreuse des Bons de la Défense.

Emprunt Caillaux. — Si les bons Clémentel marquaient par leur structure l'affaiblissement du crédit de l'État, conséquence de la politique financière, la nature des souscriptions reflétait les craintes des épargnants dans l'avenir du franc. L'emprunt Caillaux essaya de faire face à ce dernier obstacle.

Cet emprunt avait pour but de consolider la dette flottante.

En dehors de la consolidation forcée que M. Caillaux avait repoussée et que le Parlement avait lui-même rejetée avec une voix de majorité, divers projets avaient été émis qui tous tendaient à stabiliser les Bons de la Défense.

Un certain nombre de propositions visaient à remplacer les Bons de la Défense, voire même à rembourser les avances de la Banque de France à l'aide de bons à lots amortissables par tirage au sort. Si des raisons d'ordre moral s'opposaient à ce système, un motif d'ordre économique très fort le fit éliminer. Les banques ou les industriels souscripteurs de Bons de la Défense ne pouvaient consentir à substituer au placement productif et temporaire de leur liquidité où aucune idée de risque n'intervenait, la perspective d'un gain aléatoire. Il y avait une trop grande différence dans la nature des fonds qui étaient placés en Bons de la Défense Nationale et ceux que la loterie pouvait tenter.

Une autre proposition tendait à créer un emprunt de consolidation avec exemption de tous impôts et de toutes taxes dans le présent et dans l'avenir : impôt général sur le revenu et surtout droits mutation par décès. « Il faut convertir la dette flottante, disait la proposition Raphaël-Georges Lévy, par un emprunt dont les coupons seront exemptés de l'impôt général sur le revenu et n'acquitteront pas pendant quinze ans les droits successoraux. » Mais comme il apparaissait impossible de mesurer la valeur de cette exemption, à plus forte raison en était-il de même de la contre-partie. M. Germain Martin a douté de la productivité d'un tel emprunt pour des motifs analogues.

L'emprunt Caillaux autorisé par la loi du 27 juin 1925 était plus objectif : il éliminait le risque de dépréciation monétaire par la garantie de change. Les intérêts des rentes perpétuelles émises étaient calculés en fonction de la valeur de la livre. Par ailleurs ceux-ci étaient relativement bas étant calculés à 4 p. 100 mais il s'y ajoutait l'exonération à l'impôt général sur le revenu.

Sans doute cette exonération a-t-elle pu paraître injuste : si une augmentation d'impôt survenait, l'exemption serait d'autant plus forte que cette augmentation serait plus élevée, alors que le sacrifice consenti par le prêteur resterait toujours le même, et l'élévation de l'impôt constituerait en somme un cadeau fait par le contribuable aux rentiers. Mais d'une étude récente émanant d'un haut fonctionnaire de l'Administration financière, et publiée dans un grand quotidien¹, il apparaît que l'exonération à l'impôt général sur le revenu est aussi favorable à l'État qu'aux souscrip-

1. *Écho de Paris* du 1^{er} décembre 1933.

teurs. Nous reproduisons ci-dessous une partie importante de cette étude.

« ... On veut seulement rechercher ici, en se fondant
« sur des données expérimentales et actuelles, s'il est avan-
« tageux pour l'État français d'émettre des emprunts dont
« les intérêts échappent, en droit, à l'impôt général sur
« le revenu.

« En cette matière, le rapprochement de la rente 4 p. 100
« 1925 avec d'autres emprunts perpétuels permet une
« instructive comparaison.

« Compte tenu des intérêts courus, les titres 4 p. 100 1925,
« cotés dernièrement 105 francs, capitalisent à 3,80 p. 100
« tandis que le 4 1/2 p. 100 1932, au cours de 80 francs,
« produit un intérêt de 5,62 p. 100. Les deux types d'emprunt
« sont également exempts d'impôt cédulaire sur le revenu
« des capitaux mobiliers : le premier est de plus exonéré
« de l'impôt global qui atteint les arrérages du second.

« Sans doute, entre ces deux catégories de titres, d'autres
« différences existent-elles ; mais elles se rattachent à des
« clauses dont la portée n'est qu'éventuelle et comme, au
« surplus, elles se composent, elles ne faussent pas la com-
« paraison.

« Ainsi, en faveur du 4 p. 100 1925, il y a la garantie de
« change : cet avantage essentiel à l'époque de l'émission
« n'a pas, dans la situation monétaire actuelle, des consé-
« quences pratiques. Il faut, en effet, que la livre sterling
« dépasse le cours de 90 francs pour que les coupons de la
« rente de 1925 bénéficient, en plus de l'intérêt de 4 p. 100
« du capital nominal, qui leur est garanti, d'une majora-
« tion calculée en fonction de la cotation de la devise bri-
« tannique. Les mêmes règles s'appliquent au rembourse-
« ment éventuel du capital de l'emprunt. On admettra

« que, depuis la dévalorisation de la livre et en présence des
« intentions manifestées sur le problème monétaire par
« l'ensemble des autorités anglaises, l'éventualité dans la-
« quelle le sterling remonterait à plus de 90 francs ne peut
« paraître vraisemblable que si le franc lui-même aban-
« donne le lien qui depuis la stabilisation de 1928, le rat-
« tache à l'or.

« Or, dans l'hypothèse d'une nouvelle chute du franc, les
« garanties de change antérieurement accordées par le gou-
« vernement français ne conserveraient sans doute que peu
« de valeur : rarement en effet, les États qui manquent à
« leurs engagements en ce qui concerne leur propre monnaie
« réservent leurs scrupules aux promesses qu'avant de répu-
« dier l'étalon d'or, ils avaient libellées en devises étran-
« gères. Aussi bien les rentes françaises émises à l'étranger
« en dollars-or et bénéficiant, par suite, d'une forme de
« garantie de change, sont-elles loin d'être actuellement
« capitalisées à un taux particulièrement bas.

« A l'avantage du 4 1/2 p. 100 1932 on peut d'ailleurs
« invoquer la prime éventuelle de remboursement, dans le
« cas où une conversion nouvelle pourrait être envisagée
« dans l'avenir : cette prime ressortirait, sur les cours de
« 80 francs, à 2,50 p. 100. La même hypothèse entraîne-
« rait, au contraire, pour le porteur du 4 p. 100 1925, une
« perte de près de 5 p. 100.

« Il ne paraît pas téméraire d'affirmer, en définitive,
« que la remarquable fermeté du 4 p. 100 1925 est due à son
« privilège fiscal. L'octroi de ce privilège cause-t-il au Tré-
« sor un préjudice ou lui procure-t-il une économie ?

« Le 4 p. 100 1925 comporte, aux cours actuels, nous
« l'avons dit, un intérêt de 3,80 p. 100 : sur les sommes
« payées aux prêteurs, l'État ne perçoit rien au titre des

« impôts sur les revenus. A cet égard, un tel emprunt, émis
« actuellement représenterait pour l'État une charge de
« 3,80 p. 100 d'intérêts annuels.

« Quant aux rentes dont les coupons ne sont pas exemptés
« d'impôt général sur le revenu, elles sont capitalisées, sur
« la base des cours du 4 1/2 p. 100 1932, à 5,62 p. 100.
« Mais l'État récupère, sous forme d'impôt général, une
« partie des arrérages qu'il verse aux porteurs, à condition
« que ceux-ci soient des personnes physiques résidant en
« France et déclarant plus de 10.000 francs de revenus
« imposables.

« On pourrait démontrer que même en supposant que le
« prélèvement dût s'appliquer, sur l'ensemble des arrérages
« de l'emprunt, à un taux aussi voisin que possible du tarif
« maximum prévu pour la tranche la plus imposée, soit
« compte tenu de la majoration dite provisoire de 1932, à
« un taux approchant 36,3 p. 100 c'est-à-dire dans l'hypo-
« thèse, manifestement déraisonnable, où les porteurs de
« la rente envisagée se recruteraient exclusivement parmi
« les contribuables déclarant plus de 500.000 francs de
« revenus annuels, le Trésor ne se rembourserait guère que
« du supplément d'intérêts qu'il aurait dû payer pour
« émettre des titres non exonérés de l'impôt général.

« Mais si, abandonnant le raisonnement par l'absurde
« on s'efforce de saisir la réalité, on se trouve en présence
« des statistiques officielles suivantes. En 1932, les rôles
« émis au titre de l'impôt général sur le revenu ont atteint
« le total de 1 milliard 835 ; ce prélèvement avait pour
« assiette un ensemble de revenus nets de toutes natures
« dont le montant ressort à 59 milliards 823.

« Si l'on rapproche ces deux sommes, on s'aperçoit que
l'impôt global est appliqué, en moyenne, au taux de

« 3,07 p. 100. Mais on a pris comme base les revenus nets
« négligeant ainsi la fraction de revenus qui correspond,
« dans les déclarations à la déduction de contributions di-
« rectes payées pendant l'année écoulée, négligeant surtout
« les revenus dont les titulaires échappent totalement à
« l'impôt, soit parce que leurs revenus n'excèdent pas
« 10.000 francs ou qu'ils résident hors de France, soit
« parce que ce sont des personnes morales. Or parmi les
« porteurs de rentes sur l'État, les petits épargnants et les
« collectivités représentent une masse considérable. Ces
« divers éléments augmentent dans de très fortes propor-
« tions le chiffre des revenus encaissés, dont la somme
« réelle, rapprochée des produits de l'impôt, ferait ressortir
« à beaucoup moins de 3,07 p. 100 le pourcentage du prélè-
« vement fiscal considéré.

« On voudra bien admettre, dans ces conditions, que
« retenir le taux de 3,07 p. 100, c'est évaluer avec beaucoup
« d'optimisme le rendement de l'impôt, même en escomp-
« tant les plus values que pourraient provoquer des mesures
« de repression de la fraude.

« Sur la base de 3,07 p. 100 d'impôt général perçu, la
« charge d'un emprunt du type 4 1/2 p. 100 1932 qui res-
« sort, brut à 5,62 p. 100 serait ramenée, net à 5,45 p. 100.

« Ainsi, lorsque l'État accorde à ses prêteurs l'exemp-
« tion de tous impôts sur les revenus, il obtient des capi-
« taux à raison de 3,80 p. 100 l'an. Quand il refuse cette
« exonération, il ne peut espérer, compte largement tenu de
« la récupération fiscale, emprunter qu'à près de 5 1/2 p. 100.

« Sans même considérer les avantages supplémentaires
« qui résultent de la suppression des frais, des délais et des
« aléas de perception (on vient d'envisager comme produit
« de l'impôt le montant des rôles et non la somme des

« recouvrements), l'écart qui sépare les taux de 5,45 et de
« 3,80 p. 100 est assez important pour retenir l'attention.

« On objectera que des exonérations d'impôt général
« introduisent dans notre système fiscal des fissures qui
« nuisent non seulement à son harmonie doctrinale, mais à
« l'efficacité du contrôle exercé sur l'ensemble des déclara-
« tions de revenus. L'argument perd de sa valeur par le fait
« que, d'ores et déjà, un tel privilège est accordé à la rente
« 4 p. 100 1925 et aux Bons de la Défense Nationale. Du
« point de vue psychologique, au surplus, l'exemption
« de tout impôt sur le revenu arracherait sans doute à la
« thésaurisation des sommes dont le Trésor va éprouver un
« pressant besoin et que l'élévation du taux de l'intérêt ne
« paraît pas, à lui seul susceptible de lui procurer.

« Pour se borner à l'avantage précis qui vient d'être
« chiffré, une réduction de 1,65 p. 100 dans le coût réel d'une
« émission, c'est, pour un emprunt de 25 milliards, une
« économie annuelle de 412 millions de francs. Peut-être
« cette « compression des dépenses » n'es-telle pas mépri-
« sable. »

Il ressort de cette étude très technique que l'exonération à l'impôt général sur le revenu constitue un avantage substantiel pour le prêteur et dont l'État à le généraliser tirerait un bénéfice appréciable.

Telles étaient donc les clauses propres à attirer les souscripteurs.

Mais cet emprunt n'était qu'un emprunt de consolidation, il ne visait pas à obtenir des capitaux frais. La loi du 17 juin 1925 n'avait admis à la souscription que le Bon de la Défense Nationale.

Il apparut dans la suite qu'il serait possible de dégager la Trésorerie des échéances des Bons du Trésor 3-5 ans 1922

éposés au fin de remboursement le 25 septembre 1925 et les bons 3-6-10 ans 1923 (1^{re} série) déposés aux fins de remboursement au 8 décembre 1925. Le décret du 11 juillet 1925 vint fixer les conditions d'échange de ces bons contre des Bons de la Défense de façon à permettre à leurs porteurs de souscrire à l'emprunt 4 p. 100.

« Mais par une anomalie et même une injustice singulière, écrit M. Lachapelle, les porteurs qui avaient conservé leurs titres n'avaient pas le droit d'user de cette faculté. « Ceux qui avaient eu confiance dans le crédit de l'État et « n'avaient pas déposé leurs bons au fin de remboursement « aux dates du 25 septembre et du 8 décembre étaient « frappés d'une sorte de déchéance tandis que les autres « pouvaient à leur gré soit souscrire aux valeurs à change « garanti, soit toucher le montant de leurs titres ... On « avait commis une erreur préjudiciable aux intérêts du « Trésor en limitant la faculté de souscription à une seule « catégorie de porteurs de Bons sous le prétexte que ces « bons étaient assujettis à l'impôt général sur le revenu « tandis que les rentes nouvelles en étaient exonérées. »

Cette omission peut paraître regrettable. Sans doute voulait-on limiter l'exonération à l'impôt général sur le revenu.

Quoi qu'il en soit l'emprunt n'eut qu'un succès partiel. En dépit de la prolongation successive de la période de souscription la consolidation n'atteignit que 4 milliards 994 de Bons de la Défense Nationale.

Il faut attribuer ce fait à plusieurs raisons, les unes tenant à des circonstances extérieures, les autres aux caractères des Bons de la Défense. La période d'émission, pour laquelle d'ailleurs les Pouvoirs Publics n'avaient pas le choix étant donnée l'urgence de la consolidation, était peu favorable.

Placés pendant les vacances, entre juillet et novembre, elle risquait de voir de nombreux capitalistes se désintéresser de l'emprunt. De plus une grève malencontreuse d'employés de banque vint gêner les opérations.

C'est surtout à la nature même des Bons de la Défense qu'a tenu cet échec partiel. Les sociétés de crédit, commerçants et industriels se servaient des bons ainsi que nous l'avons dit, comme moyen de Trésorerie. Ils ne pouvaient consentir à immobiliser des capitaux dont ils étaient susceptibles d'avoir besoin d'un moment à l'autre.

De même si les bons avaient drainé une partie de l'épargne, cette épargne n'était placée que provisoirement parce que la hausse des prix et des changes pouvait rendre son utilisation nécessaire pour les dépenses de consommation. Ici encore, une émission à long terme ne devait pas satisfaire les exigences du public. Enfin le taux d'intérêt des bons était trop élevé pour que ces titres fussent volontiers échangés contre des rentes perpétuelles.

*
* *

Ainsi autant la structure des emprunts émis que leurs résultats ont été le reflet et la conséquence de la politique financière. Ils ont indiqué l'effondrement du crédit public dont témoigne encore la diminution constante des appels à l'épargne effectués par l'État depuis 1924.

On constate en effet à partir de cette date une restriction continue des offres de capitaux alors que jusque là les demandes et les offres étaient restées abondantes. La physionomie du marché a donc subi un renversement complet.

Dans l'ensemble en 1924 les émissions tant publiques que

privées se sont élevées à 13 milliards 907, chiffre très inférieur à celui de l'année précédente. Cette diminution est imputable moins aux sociétés privées qu'au refus du public de souscrire aux emprunts obligataires en général.

En 1925 la situation s'aggrava et on assista au phénomène suivant : les remboursements dépassèrent les émissions de 6 milliards 990 alors que l'État avait plus que jamais besoin de capitaux et que, l'industrie privée, en pleine prospérité, conservait toujours une large faculté d'absorption. Le Trésor fut obligé de recourir aux avances de la Banque de France, les sociétés réduisirent au minimum les appels à l'épargne en raison du taux très élevé qu'elles auraient été obligées de consentir (8,55 p. 100).

Ce résultat d'ailleurs n'est que l'aboutissement d'une lente évolution : depuis 1920, les émissions n'ont fait que décroître.

Tableau des émissions en France de 1920 à 1925 (en millions).

	1920	1921	1922	1923	1924	1925
	—	—	—	—	—	—
Actions	5.162	2.379	1.265	2.137	3.607	2.654
Obligations	3.832	3.340	2.577	2.677	1.240	1.035
Actions et Obligations	8 994	5.719	3.842	4.814	4.847	3.689
Valeurs du Trésor.	36.700	33.506	21.492	16.504	9.060	—10.279
Total des émissions	45.694	39.225	25.334	21.318	13.907	— 6.590

Cette diminution, attribuée jusqu'en 1923, à la restriction de la demande de capitaux a été due, à partir de 1924, à la crise de confiance et à la crise des changes qui découragea de plus en plus l'offre des capitaux.

La situation en juillet 1926 était donc des plus critique.

La Trésorerie étant aux prises avec les plus graves difficultés provenant de l'existence d'une dette flottante considérable et de la disparition complète de la confiance, de la chute du franc. La ruine de la monnaie paraissait imminente, ses répercussions économiques et sociales risquaient d'entraîner des conséquences analogues à celles qu'avait subies l'Allemagne quelques années auparavant. De plus en admettant que la situation fut rétablie et la baisse du franc enrayée, les perspectives d'avenir paraissaient inquiétantes. Des échéances massives considérables pesaient sur la Trésorerie en 1926, 1927 et 1928.

Echéances de la dette intérieure à partir de 1926.

En 1926	Obligations décennales 1919.	9.425
—	Bons 3-6-10 ans 1923	3.000
En 1927.	Bons 3-5 ans 1922	4.300 (8/12)
—	Emprunt 1922, Crédit National (bons 6 p. 100 février 1922)	3.000 (1/2)
En 1928.	Bons 3-6-10 ans 1923 (1 ^{re} série).	6.000
—	Bons Crédit National juillet 1922 (facul- tatif).	5.615 (1/7)
En 1929.	Obligat. décennales 1919-29 (16 mai).	7.208
	Bons 3-6-10 ans 1923 (2 ^e série)	3.000 (20/5)

Pour les assurer, de nouveaux emprunts étaient nécessaires qui imposaient au préalable la restauration du Crédit Public. L'arrivée de M. Poincaré et la politique du Gouvernement d'Union Nationale va marquer un changement profond dans l'orientation financière du pays.

Malgré le nombre et l'importance des émissions, leur structure sera ici encore le reflet très exact de la politique des Pouvoirs Publics.

DEUXIÈME PARTIE

1926-1935

Le Ministère d'Union Nationale se trouva en juillet 1926 en présence d'une situation très grave. Le Trésor était complètement démuni, la confiance du pays et de l'étranger dans l'avenir du franc avait disparu, la livre était à 240. Trois années plus tard la monnaie était stabilisée, la Trésorerie assainie, la confiance revenue, le Crédit de l'État restauré.

La Crise devait modifier profondément cet état de choses. Le déficit budgétaire renaquit que les gouvernements successifs furent impuissants à supprimer. Le Trésor, par contre-coup eut à faire face à des dépenses considérables et permanentes, la solidité de la monnaie elle-même fut à nouveau discutée.

A ce renversement complet de la situation financière, correspondit une modification profonde de la structure des emprunts, très nombreux durant ces deux périodes.

Il paraît ainsi nécessaire d'étudier l'influence de la politique financière sur les émissions, d'abord pendant les années de prospérité de 1926 à 1930 puis durant la crise de 1931 à nos jours.

CHAPITRE PREMIER

1926-1930

La politique de redressement financier pratiquée jusqu'en 1928 a réagi favorablement sur le crédit public, mais n'a pas été continuée par les successeurs de Poincaré. Ceux-ci ont, entre 1928 et 1930 préparé les difficultés que les Pouvoirs Publics allaient rencontrer à partir de 1931.

A. — LA POLITIQUE FINANCIÈRE

Si le but de la politique financière avait été défini par le projet du Comité des Experts, déposé le 7 juillet 1926, Poincaré, quoi qu'on ait pu dire, en assura l'exacte application.

Buts. — Enrayer la chute du franc, revenir à la stabilité monétaire paraissaient être les deux préoccupations essentielles qui devaient guider les Pouvoirs Publics dans l'œuvre de redressement financier.

Instruit par l'expérience allemande de 1923 et 1924, conscient des causes qui avaient provoqué, en dernière analyse, la dépréciation de la monnaie, le Comité des Experts fixait les conditions que la réalisation de ces deux buts exigeait.

Il importait en premier lieu de mettre fin à l'inflation qui, en accroissant la circulation fiduciaire improductive,

amenait une baisse de la valeur de l'unité monétaire. Pour cela, il convenait, d'une part, de rétablir le plus rapidement possible l'équilibre sincère et intégral du budget. Cette première source immédiate de recours aux avances de la Banque de France supprimée, la Trésorerie appelait, d'autre part, l'attention des Gouvernements. La menace de remboursement des Bons de la Défense Nationale, et celle des échéances massives de la dette à court et moyen terme pouvaient à tout moment venir compromettre l'équilibre financier. Si l'aménagement des Bons de la Défense et la réduction de leur montant devaient être confiés à la Caisse d'Amortissement dont la création était proposée à cet effet, la dette à échéance massive ferait l'objet de consolidations successives. On espérait que l'application des deux premières mesures amènerait un retour à la confiance suffisant pour permettre de nouvelles émissions publiques sur le marché des capitaux.

Le rétablissement de la confiance, l'équilibre du budget, l'assainissement de la Trésorerie, étaient eux-mêmes les conditions morales et techniques essentielles de la stabilisation monétaire. Il resterait à supprimer le poste « Avances de la Banque de France » du bilan de l'Institut d'Émission pour revenir à l'étalon or. Ainsi les billets ne seraient plus gagés sur des valeurs d'État mais sur des devises étrangères ou de l'or.

Enfin pour éviter l'accroissement de la dette publique que la mise en œuvre de cette politique ne manquerait pas d'entraîner, afin d'alléger les charges budgétaires, la Caisse Autonome parallèlement devait pourvoir à l'amortissement de la dette.

Mise en œuvre. — Ce programme fut scrupuleusement

suivi. Le Ministère de l'Union Nationale parvint à obtenir régulièrement chaque année des excédents budgétaires importants, tandis qu'étaient poursuivis méthodiquement la consolidation et l'aménagement de la dette flottante, à court et à moyen terme. A partir de 1929 commença l'amortissement de la dette.

a) *Équilibre budgétaire.* — Le rétablissement de l'équilibre budgétaire fut réalisé dès la constitution du Ministère d'Union Nationale. Le 26 juillet, la déclaration ministérielle annonçait les projets financiers du gouvernement, « largement inspirés des suggestions contenues dans le rapport des experts ». Ces projets votés le 31 juillet par la Chambre, le 2 août par le Sénat devinrent la loi du 3 août 1926. Ils renfermaient deux sortes de dispositions : les unes destinées à accroître les recettes normales, les autres à réaliser des économies.

Les premières créèrent pour 6 milliards de recettes nouvelles demandées essentiellement aux impôts indirects. Alors que jusqu'ici les Pouvoirs Publics s'étaient adressés surtout à la fortune acquise pour combler le déficit, il apparaissait plus juste et plus efficace d'augmenter la taxation des biens de consommation et des transactions. La dépréciation monétaire avait été un stimulant très puissant de l'activité économique et il était légitime de faire supporter le poids d'un redressement financier à ceux qui avaient bénéficié de la prospérité. Par ailleurs de tels impôts sont d'une assiette facile et large ; leur productivité, dépendant étroitement de l'abondance des échanges, allait être immédiate.

Les impôts directs furent réajustés afin de porter remèdes aux inégalités que les lois votées sans plan d'ensemble entre

1924 et 1926 avaient introduites entre les différentes catégories de revenus. Les bases d'évaluation des revenus des propriétés bâties et non bâties et des revenus agricoles furent, en particulier, majorées en raison de la dévaluation, tandis que le taux de l'impôt général sur le revenu était ramené à un niveau plus équitable. Mais dans l'ensemble les tarifs de tous les impôts subirent d'importantes élévations.

Enfin le désir de limiter les dépenses de l'État conduisit les Pouvoirs Publics à demander au Parlement le droit de procéder par décret à des économies. Le recours à cette procédure, qui revenait à donner au gouvernement les pleins pouvoirs, se justifiait à un double point de vue. La difficulté de réaliser des réformes sans compromettre le fonctionnement des services administratifs exigeait une étude préalable approfondie des possibilités de révision qu'il eût été difficile de faire en quelques semaines. D'autre part des réformes de ce genre soulèvent les protestations de certains intérêts particuliers lésés ; il était préférable que les Chambres restassent en dehors de la question.

En application de la loi du 3 août, de nombreux décrets furent pris à la fin de l'année 1926 portant suppressions d'emplois et réorganisation des services.

Cet ensemble de mesures eut pour effet non seulement de combler le déficit budgétaire, mais encore de laisser au Trésor d'importantes plus-values qui se sont élevées en fin 1928 au chiffre de 4 milliards 087. La rapidité avec laquelle elles furent prises amena en outre une détente immédiate sur le marché des changes. La livre descendit rapidement au cours de 162 pour osciller jusqu'au mois d'octobre autour de 170 et reprendre ensuite son mouvement de baisse jusqu'aux environs du cours de 120 en fin dé-

cembre de la même année. Cette amélioration était d'ailleurs due également à la volonté des Pouvoirs Publics de mettre fin à la menace que faisait peser sur le Trésor l'existence de la dette flottante, volonté qui avait provoqué la création de la Caisse Autonome.

b) *Aménagement de la dette flottante.* — La gravité de la situation de juillet 1926 provenait de l'interdépendance de fait qui existait entre le budget, le Trésor et la monnaie. Les demandes de remboursements des Bons de la Défense conduisaient en effet à l'inflation monétaire, à la hausse des prix, à l'accroissement des dépenses publiques.

Le projet du Comité des Experts adopté par Poincaré visait à dissocier ces trois éléments en isolant le problème de la dette flottante. De là naquit l'idée d'une Caisse Autonome.

A vrai dire, de telles caisses n'étaient pas chose nouvelle. Au cours du XIX^e siècle, aux époques les plus critiques de l'histoire financière de la France, des caisses analogues avaient été organisées. Plus proche, la loi du 29 avril 1926 avait décidé la création d'une Caisse investie de la personnalité civile, qui d'ailleurs, en raison des circonstances, ne fonctionna pas.

Mais si toutes visaient à l'amortissement de la dette publique, aucune n'avait pour but spécial de gérer la dette flottante. L'idée était entièrement nouvelle. C'est elle qui présida à l'organisation administrative et financière de la Caisse Autonome, et qui commanda sa politique jusqu'en fin 1928.

La caisse de gestion des Bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la dette publique fut créée par les lois du 7 et 10 août 1926,

qui lui conféra le caractère constitutionnel afin de donner aux porteurs de Bons une confiance absolue dans l'avenir de leurs titres. Elle est administrée par un Conseil d'Administration se divisant en deux comités, financier et technique, ne contenant aucun membre du Gouvernement. Un certain nombre d'administrateurs sont élus et d'autres membres de droit. Cette indépendance administrative, réduite d'ailleurs par la nécessité d'obtenir dans certains cas l'autorisation du Ministère des Finances, se double d'une indépendance financière à la fois dans la gestion et dans les recettes qui lui sont attribuées. La caisse dresse elle-même son budget, elle envoie annuellement au Ministre des Finances un rapport, sans aucune sanction politique.

Quant aux recettes propres de la Caisse, les unes possèdent le caractère constitutionnel, les autres sont sujettes à disparition par un simple vote du Parlement. Mais afin que la Caisse ne soit pas privée d'une partie de ses ressources, la loi constitutionnelle a décidé que le produit de diverses recettes effectivement réalisées en 1927 formerait la dotation minimum de la Caisse de telle sorte qu'en cas de diminution ultérieure de ces ressources, un crédit égal à l'insuffisance devrait être inscrit au budget.

Les recettes à caractère contributionnel se composent du produit du monopole des tabacs, de la taxe de première mutation, des droits de succession et des contributions volontaires. Les autres comprennent les excédents budgétaires, le montant des avances ou le produit des titres émis sur le gage des recettes de tabacs.

Aux termes de la loi d'institution, cette dotation a un objet limité. La Caisse est exclusivement investie de charges de Trésorerie du passé, constituées par les émissions de guerre et d'après guerre de bons du Trésor ordinaires, et

de bons de la Défense Nationale. Elle prend en charge le montant des bons existant à sa création, estimés à 49 milliards. Elle effectue le renouvellement des bons qui viennent à échéances. Toutefois le maximum de la circulation autorisée est abaissé chaque année du montant des bons amortis. L'extinction de la dette qu'ils constituent est donc fatale au bout d'un certain nombre d'années.

Pourvue ainsi d'attributions définies et des ressources nécessaires pour les remplir, la Caisse Autonome poursuit jusqu'en 1928 une politique qui visait trois buts : la consolidation des bons de la Défense, l'aménagement des échéances, la réduction du taux de l'intérêt.

Consolidation des Bons de la Défense. — La première consolidation effectuée chercha surtout à donner à la Caisse un fond de roulement suffisant pour qu'elle pût commencer ses opérations et faire face à toute éventualité, en particulier à des demandes de remboursement. L'emprunt 6 p. 100 émis le 7 ou 15 octobre 1926 ne pouvait être souscrit qu'en bons de la défense pour un maximum de 3 milliards ce qui augmentait la marge d'émission des Bons. Celle-ci n'était que de 3 milliards 800 millions ; le chiffre autorisé était en effet fixé à 52 milliards alors que le montant des bons en circulation au 1^{er} octobre 1926 date à laquelle la caisse les prenait en charge, s'élevait au chiffre de 48 milliards 168 soit :

Bons Défense Nationale à 1 mois . . .	4 milliards 869
— 3 mois . . .	3 — 454
— 6 mois . . .	4 — 337
— 1 an . . .	34 — 197
Bons du Trésor inférieurs à 1 an . . .	1 — 312

La consolidation portait les émissions possibles de bons

à plus de 6 milliards 500; celles-ci, en fait, furent, du 1^{er} octobre au 31 décembre 1926, de 5 milliards 271. (Ce chiffre montre la remarquable modification que la politique de Poincaré, à peine à ses débuts, avait permis d'obtenir : loin de demander le remboursement de leurs titres, les souscripteurs affluaient. Ce résultat marquait le commencement du retour à la confiance.)

En décembre les disponibilités de la Caisse s'élevaient :

A 1 milliard 693 à la Banque de France ;

A 1 milliard 200 au Trésor Public.

En 1927 deux nouveaux emprunts de consolidation se succédèrent destinés l'un à consolider les Bons de la Défense et à pourvoir aux échéances successives de la dette à court et moyen terme, l'autre à diminuer les avances de la Banque de France. Le montant des Bons de la Défense utilisés à la souscription fut :

Pour les rentes 6 p. 100 1927 émis en avril de 7 milliards

Pour les obligations 6 p. 100 1927 émis en juin de 1 milliard 392.

Les rentes 5 p. 100 1928 émises en fin avril et début mai 1928 consolidèrent, encore, plus de 5 milliards de Bons. Enfin les obligations 4,50 p. 100 1929 émises en février, 5 à 6 milliards.

Au total depuis 1926, en trois ans, la Caisse Autonome avait consolidé pour environ 20 milliards de Bons de la Défense si bien que la circulation de ceux-ci au 31 décembre 1929 s'élevait à 28 milliards 491. Mais la Caisse n'avait amorti que 1 milliard à peine de Bons. C'était la conséquence de la coopération qu'elle avait apportée à l'assainissement du marché des capitaux que nous étudierons plus loin.

Parallèlement à cet effort de consolidation des Bons de la

Défense en dette à long terme, la caisse s'efforça d'allonger progressivement les échéances de ceux qui restaient en circulation et de répartir également sur chaque mois les demandes de remboursement possible.

Aménagement des Bons de la Défense. — Dès lors que les bons n'étaient plus destinés à pourvoir aux besoins du budget et du Trésor, il importait de faire disparaître ceux dont la menace était la plus lourde. La Caisse procéda ainsi successivement à la suppression des Bons à 1-3-6 mois, 1 an et les remplaça par les bons à deux ans.

La décision du 16 décembre 1926 supprima les Bons à un mois.

La décision du 22 décembre 1926 et celle du 13 janvier 1927 supprimèrent les bons à trois mois.

La décision du 29 janvier 1927 suspendit l'émission des Bons à six mois.

La décision du 2 juin 1927 suspendit l'émission des bons à un an, tandis que la décision du 16 décembre 1926 créait les Bons à deux ans et autorisait leur émission à partir du 1^{er} janvier 1927,

Dès lors, les dernières échéances des bons à 1-3-6 mois, 1 an étaient respectivement :

Le 10 mars 1927 pour les bons à 1 mois ;

Le 13 avril 1927 — 3 mois ;

Le 29 juillet 1927 — 6 mois ;

Le 2 juin 1928 — 1 an.

si bien que pendant le 2^e semestre de l'année 1928, comme les premières émissions des bons à deux ans avaient eu lieu le 1^{er} janvier 1927, la Caisse ne devait plus procéder à aucun remboursement.

Le tableau suivant indique par catégorie la circulation effective des bons entre 1926 et 1928.

Volume de la circulation en millions.

Nature des Bons.	1 ^{er} oct. 1926.	1 ^{er} avril 1927.	31/12/27	31/12/28
Bons de la Défense :				
à 1 mois.	4.869	10	6	
à 3 mois.	3.454	252	5	
à 6 mois.	4.337	4.800	32	
à 1 an.	34.196	38.548	18.244	
à 2 ans		3.658	25.177	35.665
Bons du Trésor :				
à 1 an.	1.312	176	20	
	<u>48.168</u>	<u>47.444</u>	<u>43.484</u>	<u>35.665</u>

L'uniformité des types de Bons de la Défense à peine terminée, le Conseil d'Administration de la Caisse en janvier 1928 inaugura une nouvelle méthode d'émission de bons à deux ans. Afin de régler les émissions suivant les besoins, afin surtout de répartir également sur vingt-quatre mois le volume et les échéances des bons, le Comité financier fixa chaque mois, pour le mois suivant, le montant maximum des titres à mettre en circulation.

En application de cette décision, les émissions furent arrêtées à 2 milliards 800 pour chacun des quatre premiers mois de 1928.

A 1 milliard 244 en mai ;

A 0 milliard 417 en juin ;

A 0 milliard 370 pour les six derniers mois.

si bien que le montant des échéances mensuelles tombèrent de 3 milliards au 1^{er} semestre 1928 à 1 milliard 350 en 1929.

L'assainissement d'une partie de la dette flottante était dès lors réalisé.

Réduction du taux d'intérêt des bons. — Ce résultat avait été rendu possible par l'affermissement de la confiance, les souscriptions affluaient, donnant à la Caisse la maîtrise absolue de sa politique. Aussi bien cette maîtrise se manifesta-t-elle par une réduction continue du taux de l'intérêt dont le but, outre celui d'alléger la charge des bons était d'inciter le pays à ralentir ses demandes de souscription.

Sans doute le 1^{er} août 1926 afin d'enrayer la chute continue des Bons de la Défense en circulation, le taux d'intérêt fut-il relevé dans une mesure appréciable.

Bons à :	Taux au 31 juillet 1926.	Taux au 1 ^{er} août 1926.
1 an	5 p. 100	7 p. 100
6 mois	4,50 —	5,50 —
3 mois	4,50 —	5,50 —
1 mois	3 —	3,6 —

Mais dès le mois de décembre il était possible de ramener ces chiffres respectivement à 5,5 — 4,5 — 4 — 3 p. 100. A partir de janvier 1927, pour éviter la recrudescence des bons à un an, l'intérêt était abaissé à 5 p. 100 le 3 février, à 4 p. 100 le 11 avril, à 3 p. 100 le 6 mars.

Quant aux bons à deux ans, leur taux fixé au 1^{er} janvier 1927 à 6 p. 100 suivait une évolution analogue :

5 p. 100 le 11 avril	1927 ;
4,5 p. 100 le 22 juin	1927 ;
4 p. 100 le 24 avril	1928 ;
3,5 p. 100 le 10 décembre	1929 ;
3 p. 100 le 21 mai	1930 ;
2,5 p. 100 le 25 février	1931.

Cette évolution était la consécration à la fois de la poli-

tique générale du Gouvernement et de la politique de la Caisse. Elle indiquait l'abondance des capitaux dont le marché monétaire disposait. Mais l'écart encore considérable qui existait entre le taux des placements à court et à long terme incita la Caisse à ne pas poursuivre l'amortissement et la consolidation de la dette flottante qui lui avait été confiée, et à aider plutôt les Pouvoirs Publiques à résorber les avances de la Banque de France.

c) *Les avances de la Banque de France.* — Afin de comprendre le mécanisme suivant lequel les avances de la Banque de France ont pu être remboursées, il importe de saisir les buts que poursuivait le projet du Comité des Experts.

Nous avons dit que pour permettre de stabiliser le franc, les Experts avaient posé comme condition première, l'équilibre budgétaire, qui devait enrayer l'inflation. Mais ils avaient préconisé une deuxième mesure que Poincaré fit voter dès son arrivée au pouvoir : il s'agissait de délivrer la Banque de France du plafond d'émissions qui n'avait évidemment plus de raison d'être le jour où les billets ne seraient plus émis pour le compte de l'État mais auraient pour contre-partie de l'or, ou des devises étrangères. En donnant à la Banque la possibilité d'émettre des billets pour acheter l'or ou les devises qui se présenteraient, on lui permettait de constituer un soubassement à la circulation. Mais on évitait par cette mesure que le rapatriement des capitaux français ou l'afflux des disponibilités étrangères attirées par l'espoir d'un gain spéculatif réalisé sur l'augmentation de valeur du franc, ne vint faire remonter le franc indéfiniment, provoquer ainsi une hausse de tous les prix français en monnaie étrangère, un arrêt brusque du

commerce d'exportation et une crise violente de toute l'économie intérieure,

C'est par la loi du 7 août 1926 que la Banque reçut l'autorisation de procéder aux achats d'or et de devises sur le marché sans qu'il y ait lieu de tenir compte du plafond d'émission.

Ces achats ayant pris une très grande ampleur, on eût pu craindre un accroissement anormal de la circulation des billets. En fait, les francs créés rentrèrent automatiquement dans les caisses de la Banque par divers circuits. C'est grâce à ce phénomène que les avances de l'Institut d'Émission à l'État ont été remboursées.

En premier lieu la hausse du franc a provoqué comme toute hausse d'une monnaie isolée au milieu des autres, une certaine crise économique résultant de l'arrêt ou de la diminution des exportations. Cette crise quoique peu violente a été cependant sensible. Elle a déterminé un reflux de billets vers les banques. Les débiteurs ont remboursé leurs dettes et on constate une diminution très rapide du portefeuille de la Banque de France qui a atteint à ce moment un niveau très bas.

En second lieu les francs sont rentrés à la banque par l'intermédiaire des comptes courants au Trésor. Ces derniers avaient été créés pendant la guerre par l'État, soucieux d'attirer à lui les sommes momentanément disponibles. Contrairement aux comptes-courants à la Banque de France, ils offraient un intérêt sans doute très faible, mais suffisant à provoquer de la part des établissements de crédit et des particuliers le dépôt de leurs capitaux sans emploi. Or ces fonds déposés au Trésor étaient à leur tour remis par lui à la Banque de France qui revenait ainsi en possession des francs.

Les comptes courants ont atteint 7 à 8 milliards.

En troisième lieu, le compte de la Caisse Autonome auprès de la Banque d'émission, présentait un solde important provenant de souscriptions aux Bons de la Défense Nationale. Comme nous l'avons dit, ces souscriptions à partir d'octobre 1926 accusèrent des excédents dépassant parfois le montant autorisé.

Le quatrième circuit résidait dans l'augmentation des dépôts dans les Caisses d'Épargne. En même temps que les dépôts dans les banques augmentaient, les dépôts aux Caisses d'Épargne s'accroissaient. Ceux-ci étaient automatiquement versés à la Caisse des Dépôts et Consignations qui les utilisaient en achats de rentes ou de titres sur le marché. Les vendeurs de titres remettaient les fonds reçus dans les banques.

Tels sont les quatre circuits par lesquels les francs créés lors de l'achat d'or ou de devises étrangères revenaient à la Banque.

Au mois de janvier 1928, le total de crédits ainsi créés s'élevait à 22 milliards 600. Sur ce total 17 milliards 562 étaient rentrés à la Banque. Ces 17 milliards se décomposaient :

Diminution des avances à l'Etat.	11 milliards 371
Réduction du portefeuille de la Banque .	1 — 122
Augmentation des comptes courants à la	
Banque.	4 — 476

La diminution des avances à l'État s'était opérée à l'aide de sommes versées en Bons du Trésor et en compte courant au Trésor. Mais elle n'était que provisoire. Les fonds déposés pouvaient être retirés d'un moment à l'autre. Il s'agissait de les consolider. Ce fut l'œuvre des deux emprunts émis le 15 juin 1927 et la 7 mai 1928.

Les obligations 6 p. 100 1927 amortissables en cinquante ans étaient exclusivement destinées à consolider à titre définitif les remboursements effectués à la Banque. Elles ne pouvaient être souscrites qu'en numéraire ou en Bons à court terme. Ceux-ci d'après une convention passée entre le Président du Conseil, le Ministre des Finances et la Caisse Autonome, devaient être escomptés par cette Caisse qui en rembourserait le montant par virement de son compte à la Banque de France au compte courant du Trésor.

Par ailleurs une convention de la même date était signée avec le gouverneur de l'Institut d'Émission. A partir du 1^{er} janvier 1928, le taux d'intérêt des avances de la Banque serait fixé de telle manière que l'intérêt du nouveau maximum augmenté de l'annuité inscrite au budget pour le service des obligations souscrites en numéraire fut égal à l'intérêt prévu par la Convention de 1914 pour le maximum des avances actuellement autorisées, c'est-à-dire que ces intérêts 3 p. 100 seraient réduits dans une proportion suffisante pour que le Trésor n'eût à supporter aucune charge supplémentaire pour le service des obligations 6 p. 100 en espèces.

Mais cette diminution d'intérêt réduisait d'autant le montant du compte d'amortissement et rendait plus lourd les remboursements à opérer en fin d'année à la Banque. Aucun nouveau remboursement ne devant avoir lieu en 1927, on espérait pour l'avenir que les intérêts des devises étrangères achetées par la Banque de France seraient assez élevées pour compenser la diminution du compte d'amortissement auquel ces intérêts devaient être affectés.

Les résultats de cet emprunt furent intéressants. Les souscriptions s'élevèrent à 4 milliards 590 dont les deux tiers en numéraire.

1 milliard 392 en Bons de la Défense.

1 milliard 086 en bons à 1 an.	} escomptés par la Caisse.
29 — à 6 mois.	
277 — 2 ans, en contre-partie desquels la caisse verse une semestrialité constante de 18 millions.	

1 milliard 500 en argent frais.

1 — 800 provenant des comptes courants au Trésor.

Le plafond des avances fut ainsi abaissé en juin à 32 milliards, le compte d'avances passant de 36 milliards 450 le 23 décembre 1926 à 26 milliards 650 le 23 juin 1927.

L'emprunt du 7 mai 1928 n'était pas exclusivement destiné à rembourser les avances de la Banque. Il avait également pour but de dégager la Trésorerie pour les exercices immédiats. En fait les souscriptions en argent frais et en Bons de la Défense devaient être affectées à une nouvelle réduction des avances. Par une convention analogue à celle qui avait été signée par la Caisse Autonome au moment de l'émission de 1927, la Caisse s'engageait à escompter une partie des Bons de la Défense repris en libération des souscriptions.

Cet emprunt en rente, 5 p. 100 1928 amortissable en soixante-quinze ans eut un très gros succès. Il fut souscrit à concurrence de 20 milliards 867 dont 10 milliards 640 en numéraire et 5 milliards 322 en Bons de la Défense. L'escompte des bons porta sur 2 milliards 646, le reste étant consolidé, et la Caisse en contre-partie versant une annuité au Trésor.

Ces emprunts permirent d'éteindre pour 15 milliards d'avances de la Banque de France à l'État. Si à cette somme l'on ajoute les remboursements de un milliard effectués à la fin des années 1926 et 1927, puis le versement direct, au moment de la stabilisation, prélevé sur les très

abondantes ressources du Trésor soit 3 milliards 200, on arrive au total de 20 milliards 300. Le solde fut simplement couvert par la réévaluation de l'encaisse de la Banque. Celui-ci, jusqu'à la loi de stabilisation du 25 juin 1928 était calculé en franc d'avant guerre. En nouveaux francs l'encaisse valait cinq fois plus. L'État utilisa cette somme pour rembourser la banque à concurrence de 16 milliards 639 et éteindre à peu près complètement le total de ses avances.

Ainsi grâce à la durée de stabilisation de fait, grâce aussi à la confiance que le Ministère d'Union Nationale avait obtenue, l'inflation de la guerre et de l'après guerre était supprimée, la monnaie nationale enfin restaurée. Le crédit public lui-même s'était considérablement amélioré en dépit des nombreux emprunts que l'État avait cru devoir émettre. A côté, en effet, des émissions de la Caisse Autonome et de deux emprunts dont il vient d'être parlé, le Trésor pour écarter les échéances massives des années 1926, 1927 et 1928, avait dû faire également appel au marché des capitaux.

d) Consolidation de la dette à échéances massives. — L'Article 13 de la loi du 7 août 1926 portait : « Le Ministre des Finances est autorisé à procéder à des opérations, facultatives pour le porteur, de conversion de la dette intérieure du Trésor et du Crédit National. »

En application de ce texte, le Ministre des Finances fit face dès la fin de 1926, aux échéances de 1927 savoir :

En février les Bons du Crédit National 6 p. 100 février 1922;

En septembre les Bons du Trésor 6 p. 100 3-5 ans 1922.

L'émission des bons décennaux du Trésor 7 p. 100 de décembre 1926 couvrit la première.

L'arrêté du 13 novembre 1926 décidait : « Les porteurs des récépissés de dépôts des bons du Crédit National 4 p. 100 1922 déposés aux fins de remboursement, à échéance du 1^{er} février 1927, sont autorisés à échanger leurs titres contre les bons décennaux du Trésor à raison de 1 bon du Crédit National 500 francs contre 1 bon du Trésor 500 francs. La différence entre le prix de remboursement des Bons du Crédit National et le prix d'émission des Bons du Trésor sera remis aux déposants au moment de la souscription. »

Cette émission fut peu importante 1 milliard 378, les souscriptions n'étant reçues que jusqu'à concurrence d'un montant effectif correspondant à la valeur du remboursement des Bons du Crédit National déposés aux fins de remboursement au 1^{er} février 1927.

Quant à l'échéance de septembre 1927, elle fut assurée par les *Bons du Trésor à 15 ans 7 p. 100 émis le 15 février 1927*. Le décret et l'arrêté du 21 janvier 1927 stipulaient que « les souscriptions ne seraient reçues que jusqu'à concurrence d'un nombre de titres égal au montant des Bons du Trésor 6 p. 100 1922 venant à échéance le 25 septembre, et qu'en outre le montant des souscriptions en espèces ne pouvait dépasser deux milliards.

En fait, il fallut par arrêté du 15 février 1927 abroger cette dernière limite.

L'emprunt, quoique l'émission ait été limitée à la seule journée du 15 février, avait fourni 3 milliards 748 dont 2 milliards 539 de numéraire.

Ce résultat permit le remboursement de titres par anticipation entre le 15 mars et le 1^{er} mai à la demande des porteurs.

L'échéance de septembre de 4 milliards 320 fut dès lors couverte de la façon suivante :

1 milliard 209 furent consolidés ;
1 milliard 496 furent remboursés par anticipation ;
1 milliard 043 furent remboursés en septembre sur le reliquat de l'emprunt.

Le reste soit 0 milliard 572 fut cédé à la Caisse des Dépôts et Consignations et fit l'objet d'une annuité amortissable en vingt-cinq ans.

Les échéances de l'année 1927 étant ainsi complètement couvertes on prépara les échéances plus lourdes de 1928 et 1929. Ces dernières se composaient :

En 1928 :

- | | |
|--|-------|
| (1) De bons 3-7-10 ans 1923 (1 ^{re} série) à condition que le remboursement en fût demandé 4 mois d'avance. | 6 600 |
| (2) De bons du Crédit National, juillet 1922. | 1.561 |

En 1929 :

- | | |
|--|-------|
| (1) D'obligations décennales 1919-1929 | 7.208 |
| (2) Des bons 3-6-10 ans 1923 (2 ^e série). | 3.000 |

Un emprunt en rente 6 p. 100 amortissable en cinquante ans dont il a déjà été parlé fut émis en avril 1927.

Il était réservé aux :

Porteurs d'obligations décennales de la Défense Nationale 1919-1929.

Porteurs du Crédit National 6 p. 100 émis en juillet 1922.

Porteurs de Bons du Trésor 6 p. 100 3-6-10 ans 1^{re} et 2^e séries 1923.

Porteurs de Bons de la Défense Nationale à six mois restant en circulation.

Porteurs de Bons de la Défense Nationale à un an et deux ans antérieurs au 3 avril.

Les résultats furent les suivants :

Obligations décennales 1919-29	5 milliards	077
Bons du Trésor 3-6-10 ans 1 ^{re} série	3 —	915
— — 2 ^e série	1 —	132
Bons Crédit National 1 ^{er} juillet 1922	0 —	612
	=	10 milliards 736
Bons de la Défense Nationale.	7 —	455
	=	18 milliards 191

Le succès fut considérable. Les échéances de 1928 et 1929 étaient diminuées de 10 milliards 736.

Cependant la consolidation des bons ne semblait pas en avoir diminué le montant. Leur circulation restait la même entre fin mars et fin juin ; mais comme les émissions de bons à un an n'étaient pas encore suspendues et que les bons à deux ans avaient continué à être émis pendant l'émission de l'emprunt 6 p. 100, les sociétés de crédit s'en étaient largement approvisionnées afin de pouvoir les céder à leurs clients qui désiraient souscrire aux nouveaux titres.

Le succès de cet emprunt eut cependant pour effet d'accroître considérablement le poids de la dette, le taux était très onéreux, on s'était au fond trop hâté de consolider. Quelques mois plus tard, l'opération eut pu être faite de façon beaucoup plus avantageuse, on aurait de même évité partiellement de surcharger la dette en ne consolidant pas les Bons du Trésor, et les Bons du Crédit National dont les échéances de 1928 et 1929 n'étaient que facultatives et que les porteurs devaient déposer trois mois avant la date d'échéance, ce qui laissait au Trésor un délai suffisant pour « se retourner ».

Quoi qu'il en soit, ce succès donna l'idée d'émettre en juin un second emprunt pour consolider la dette flottante, emprunt sur lequel nous ne reviendrons pas.

Enfin, pour dégager définitivement la Trésorerie avant la stabilisation, le décret du 30 avril 1928 pris en application de la loi du 8 août 1926 décida l'émission de rente 5 p. 100 amortissable en soixante-quinze ans. Il s'agissait de résorber la dette à échéances massives non consolidées par les rentes 6 p. 100 1927, soit par une consolidation en ce qui concerne les obligations décennales de la Défense Nationale 5 p. 100 1929 remboursables au pair le 16 juin 1929, soit par une conversion en ce qui concerne les Bons du Trésor 3-6-10 ans 1923 et les Bons du Crédit National 1922. Si cette double opération était facultative, l'option était inéluctable, les porteurs n'ayant pas fait connaître leurs décisions, étant considérés comme ayant accepté la conversion ou la consolidation.

Numéraire.	10 milliards 640	
Bons de la Défense Nationale	5	— 322
Bons du Trésor 1923.	3	— 510
Obligations décennales.	1	— 367
Bons Crédit National 1922	—	18
	20 milliards 857	

Ainsi sur 7 milliards 631 de dette à échéances massives, 4 milliards 885 furent consolidés ou convertis.

A ce chiffre il faut ajouter :

0 milliard 437 bons du Trésor 1923.	
0 — 340 obligations de la Défense Nationale.	
0 milliard 777	

qui n'ayant été présentés ni à la souscription ni au remboursement avant le 8 juin furent obligatoirement transférés en rentes 5 p. 100.

Enfin ont été remboursés par le Trésor :

Bons Crédit National.	0,911
Bons du Trésor 1923	0,585
Obligations décennales	0,473
	1,969

Les échéances massives des années 1928 et 1929 étaient ainsi complètement assurées.

Amortissement de la dette. — L'aménagement de la dette flottante et la consolidation de la dette à échéances massives avaient accru la dette à moyen et à long terme de 54 milliards. Le fardeau très lourd des amortissements et des intérêts devait peser sur les budgets. Aussi en 1928 quand le montant des Bons de la Défense Nationale fut réduit, leurs échéances régulièrement échelonnées sur chaque mois, la Caisse Autonome arrêta-t-elle son intervention sur le marché monétaire qui en augmentant les disponibilités à court terme risquait d'avoir des inconvénients, pour agir sur le marché à long terme. Il semblait préférable d'amortir la dette à long terme très onéreuse plutôt que de diminuer encore la dette flottante dont le taux d'intérêt était très bas.

Par ailleurs la Caisse Autonome disposait de ressources que la période de prospérité avait considérablement accrues.

Le rendement des monopoles des tabacs, de l'impôt sur les successions et de la taxe de première mutation, s'élevait régulièrement tandis que les excédents budgétaires lui étaient versés et que le produit de la mobilisation de l'emprunt Young lui était attribué : l'amortissement de la dette publique paraissait être la meilleure utilisation de toutes ces recettes.

La loi de finances du 30 décembre 1928, par son art. 96, vint autoriser la Caisse Autonome à procéder à des rachats en Bourse de titres publics. Comme la plupart, à cette date n'avaient pas encore atteint le pair, cette politique était avantageuse; elle devait avoir en outre une action heureuse sur les cours et préparer les conversions.

En 1929, les rachats en bourse s'élevèrent à 5 milliards 538 dont le détail est le suivant :

Fonds rachetés.	Montant des capitaux consacrés au rachat en milliards.	Montant des rentes rachetées en millions.
3 p. 100.	0.299	12.223.500
4 — 1917.	2.6	117.500
4 — 1918.	795.5	34.877.500
5 — 1915-16	1.649	80.080.000
5 — 1928.	1.765	87.768.500
6 — 1920.	1.027	59.329.198
	<u>5.538.1</u>	<u>274.396.198</u>

(Ces 274 millions représentant l'économie que ces rachats avaient apportés au budget.)

En 1930 cette politique se poursuivit pendant tout le premier semestre. Les rachats portèrent en particulier sur les rentes françaises 7 et 7 et demi p. 100 à New-York et 4 et 5 p. 100 cotés à Londres. Mais les cours venant à dépasser le pair durant le second semestre, les rachats se ralentirent. Au total pour l'année entière l'amortissement effectué par la Caisse se monta à 4 milliards environ.

Afin d'élargir les possibilités de la Caisse, l'article 4 de la loi du 7 avril 1930 l'autorisa à concourir au remboursement et à l'amortissement des rentes françaises, des bons et obligations du Trésor et du Crédit National.

Enfin par la convention du 12 septembre 1930 la Caisse prit à sa charge à partir du 1^{er} avril 1931 les dépenses afférentes à l'amortissement de la plus grande partie de la dette contractuelle, qui, antérieurement, avait été supportée par le budget. Sans doute cette extension des attributions de la Caisse a-t-elle répondu aux nécessités d'alléger les budgets, mais elle était aussi la conséquence de l'amélioration certaine des fonds d'État qui rendait par trop onéreux les rachats en Bourse.

*
* *

Ainsi en 1930, la situation financière de la France était complètement rétablie. La fermeté avec laquelle le plan des experts avait été appliqué, avait conduit à l'assainissement complet de la Trésorerie et au retour de la confiance. Mais la politique financière eut un autre résultat ; elle imprima aux emprunts leur structure. Si les emprunts à long et moyen terme revêtirent des modalités très particulières, la conception de la dette flottante fut profondément modifiée. D'autre part, en dépit de leurs nombres, les émissions eurent des conséquences heureuses à la fois sur la dette publique et sur le taux du loyer de l'argent.

B. — LA STRUCTURE DES EMPRUNTS

Emprunts à long et moyen terme. — L'effort fiscal demandé au pays a changé le caractère des émissions publiques. Celles-ci n'ont plus eu pour but de procurer au Trésor des ressources pour faire face aux dépenses permanentes, elles n'ont plus fait appel à l'argent frais. Elles ont été presque toutes des emprunts de consolidation ou de conversion.

Les Pouvoirs Publics ont pu ainsi recouvrer la maîtrise du marché financier : la durée des emprunts s'est allongée progressivement. Enfin le souci d'éviter le retour aux difficultés de 1924 a provoqué le recours exclusif à des émissions à annuités terminales.

Les émissions de consolidation ont été très générales, elles n'ont subi d'exception qu'au début du Ministère de juillet 1926, où la pénurie des fonds a imposé un nouveau et dernier recours aux expédients.

Le paiement des pensions et des traitements, les remboursements des Bons de la Défense et du Trésor furent assurés en juillet 1926 :

Par la cession du fond Morgan à la Banque de France, le compte courant du Trésor fut ainsi crédité de 0 milliard 771.

Par le paiement anticipé d'impôts à la demande du Gouvernement 0 milliard 405.

Par une avance temporaire des établissements de crédit 0 milliard 930.

L'échéance de fin juillet couverte, il fallut encore faire face aux remboursements de la dette extérieure à court terme. A cet effet des emprunts furent lancés en Suisse et en Hollande par les Chemins de fer de l'État et de l'Alsace Lorraine, soit :

Septembre 1926. *Suisse* : 60 millions francs suisses par les Chemins de fer de l'État

Octobre 1926. *Hollande* : 30 millions de florins par les Chemins de fer de l'État.

Novembre 1926. *Suisse* : 75 millions francs suisses par les Chemins de fer d'Alsace-Lorraine.

Décembre 1926. *Hollande* : 25 millions de florins par les Chemins de fer d'Alsace-Lorraine.

Les Chemins de fer versèrent au Trésor le produit de ces émissions.

Emprunts de consolidation et de conversion. — Ces mesures diverses ne furent pas renouvelées; les impôts accrus, le renouvellement des Bons du Trésor jusqu'en décembre laissant au Trésor les sommes suffisantes pour le paiement des dépenses. Par contre toutes les autres émissions sans exception qui se multiplièrent jusqu'en 1929.

eurent pour but soit la consolidation, soit la conversion de la dette pblique.

Aperçu théorique. — La consolidation est l'opération qui consiste à ajourner le remboursement d'un emprunt de l'État. Elle s'impose lorsque ce dernier entre la date de l'émission et la date du remboursement n'a pu récupérer par la voie d'impôts les fonds nécessaires pour effectuer le remboursement.

Dès lors que le Trésor est obligé d'émettre un nouvel emprunt pour faire face à l'échéance d'une dette précédemment contractée, la consolidation apparaît toujours désirable, que la nouvelle émission soit plus avantageuse ou moins avantageuse que celle qu'il faut rembourser. Dans le premier cas, il est plus simple d'admettre à la souscription des titres d'emprunts venant à échéance plus tôt que d'opérer une émission en argent frais dont le produit sera versé ensuite aux porteurs de titres. Au lieu de deux opérations on n'en réalise qu'une sans que le Trésor ait perdu ou gagné. Dans le second cas il en va de même, le remboursement de la dette ou sa consolidation n'apportant aucune différence dans les charges que l'État doit supporter du fait du nouvel emprunt. Il n'y aurait intérêt à rembourser que dans l'hypothèse peu vraisemblable où les Pouvoirs Publics parviendraient par un moyen quelconque à obtenir de l'argent frais dans des conditions moins onéreuses que par une émission où les titres anciens seraient admis à la souscription.

Il faut remarquer que pour être juridiquement irréprochable, la consolidation doit être facultative, le porteur doit être laissé libre de transformer ses titres en titres nouveaux ou de se faire rembourser. Sinon il y aurait violation du

contrat qui lie l'État aux souscripteurs, et banqueroute déguisée. Ainsi en est-il également de la conversion.

La conversion est une opération qui tend à réduire les intérêts dus par le débiteur tout en laissant subsister sa dette en capital. Elle peut être obtenue par des voies différentes. Soit par voie d'autorité, c'est une banqueroute partielle, soit par consentement mutuel, elle se caractérise alors par la liberté accordée aux rentiers de l'accepter ou de conserver ses titres au même taux d'intérêt que par le passé. Cette modalité est très rare car elle suppose de la part de l'État des offres particulièrement alléchantes qui ne vont pas se traduire par une diminution de sa dette. Soit par offre de remboursement du capital, c'est le seul procédé important.

Cette opération suppose la réalisation d'une seule condition ; il faut que les titres à convertir soient cotés au-dessus du pair, ce qui prouve que le crédit de l'État est solide et que le taux d'intérêt servi est supérieur à celui pratiqué sur le marché. En offrant aux porteurs un nouveau titre légèrement plus avantageux que ceux qu'ils pourraient se procurer, ou le remboursement de leur créance, ils n'hésiteront pas à accepter la conversion.

On voit ainsi la différence de nature qui existe entre la consolidation et la conversion. La première tend à éviter le remboursement d'une dette en la remplaçant par une autre qu'elle soit plus ou moins avantageuse ; elle exige seulement que le Crédit de l'État permette une émission sur le marché, tandis que la seconde cherche à alléger le poids de la dette publique et implique des conditions particulières.

Ceci posé, l'État de 1926 à 1930 procéda à des consolidations puis amorça une politique de conversion.

Modalités des emprunts de consolidation. — Alors qu'en 1924 et 1925, les Pouvoirs Publics n'avaient pu qu'à grand' peine émettre deux emprunts de consolidation, à partir de juillet 1926, ces emprunts se succédèrent :

Obligations de la Caisse Autonome octobre 1926 ;

Bons du Trésor novembre 1926 ;

Bons du Trésor février 1927 ;

Rentes 6 p. 100 avril 1927 ;

Obligations 6 p. 100 juin 1927 ;

Rentes amortissables 5 p. 100 décembre 1928.

Mais une différence essentielle existe entre le premier de ces emprunts et les autres au point de vue des modalités de la consolidation.

Au premier n'étaient admis que des souscriptions en Bons de la Défense Nationale. Ces bons étaient acceptés pour leur valeur nominale sauf en ce qui concernait les bons à un mois. La valeur de reprise de ceux-ci était en effet supérieure à leur valeur nominale. Les nouvelles obligations étant délivrées pour un montant égal au multiple de 500 francs immédiatement supérieur à la valeur de reprise de ces bons, le porteur était tenu de faire l'appoint en espèces. Ainsi la soulte était à charge du souscripteur, parce que la Caisse Autonome ne disposait d'aucune liquidité et désirait précisément par cet emprunt s'en procurer comme il a été expliqué précédemment.

Au contraire dans tous les autres emprunts, les soultes ont été payées par l'État. Ces soultes représentaient l'écart entre le prix de remboursement des titres à consolider et le prix d'émission du nouvel emprunt.

Aux Bons du Trésor novembre 1926, étaient admis en souscription les Bons du Crédit National 1922, 1^{re} série,

déposés à fin de remboursement à échéance du 1^{er} février 1927, à raison de 1 Bon du Crédit National 500 francs contre 1 Bon du Trésor 500 francs. Or les Bons du Crédit National étaient remboursables à 507 fr. 50 et non à 500 francs, d'autre part les Bons du Trésor étaient émis à 460 francs. L'État supportait la différence et la remettait aux déposants au moment de la souscription.

De même les Bons du Trésor février 1927 étaient réservés aux porteurs des Bons du Trésor 1922. Les premiers devaient être remboursés à 507 fr. 50, les seconds étaient émis à 462 fr. 50. L'État supportait ici encore la différence qu'il se procurait en admettant l'argent frais aux souscriptions.

De même la rente 6 p. 100 1927 (avril) avait imposé le paiement des soultes suivantes :

Soulte de 22 fr. 50 aux Bons du Trésor 3-6-10 ans 1923.

Soulte de 20 francs aux Bons du Crédit National 6 p. 100 émis en juillet 1922.

Aucune soulte n'était à verser pour l'emprunt de juin 1927 dont le but était de consolider les avances à la Banque de France.

Enfin la rente, 5 p. 100 1928 donnait lieu au versement des mêmes soultes que l'emprunt 6 p. 100 1927 (avril).

Le fait que l'État ait supporté le paiement de toutes ces soultes montre l'aisance de la Trésorerie et le renversement que Poincaré a apporté dans la situation financière.

Modalités des emprunts de conversion. — Quant aux conversions opérées en 1929 et 1930, elles n'eurent qu'une importance très restreinte, elles devaient être à l'origine d'une conversion plus considérable de toute la dette publique. Si cette dernière a été reculée à l'année 1932, ce.

fut pour des motifs indépendants de l'état du crédit public, et que nous examinerons plus tard.

La conversion de 1929 fut effectuée par la Caisse Autonome afin de réduire la charge d'intérêt que lui imposaient les obligations émises en 1926, Cette conversion est intéressante d'une part parce qu'elle prouve la réduction du taux de l'argent à long terme et d'autre part parce qu'elle présente des modalités très particulières dues à l'abondance des fonds dont disposait la Caisse.

Tandis, en général, que les porteurs qui ne font pas connaître leur volonté voient leurs titres convertis d'office, en 1929 au contraire, la solution inverse fut appliquée : les porteurs qui n'ont pas demandé l'échange de leurs titres ont été remboursés.

Par ailleurs une autre combinaison très rare fut appliquée, les porteurs des obligations 1926 ne purent pas convertir la totalité de la valeur nominale de leurs titres; contre deux obligations 1926, ils reçurent une obligation nouvelle de l'emprunt de février 1929 plus une soulte de 265 francs.

A l'opération de conversion s'ajoutait donc une opération d'amortissement assez considérable, étant donné le montant des titres sur lesquels elle portait.

Une autre petite opération de conversion eut lieu encore en 1930 : il s'agit de la conversion facultative d'obligations decennales 6 p. 100 inaliénables délivrées aux sinistrés des dommages de guerre, contre des obligations 4 p. 100 négociables, analogues à celles délivrées aux sinistrés depuis 1928.

Cette conversion fut mal accueillie par les milieux des sinistrés : en effet l'État avait remis aux sinistrés dont l'indemnité en perte subie était inférieure à 500.000 francs des titres d'obligations sexennales de la Défense Nationale, et à partir de 1926 (loi du 23 mars 1926) des titres décen-

naux 6 p. 100 amortissables semestriellement. Tous ces titres étaient nominatifs et inaliénables pour éviter les variations en Bourse.

Puis la situation financière s'étant améliorée, l'État remit en vertu de la loi du 20 juin 1928 en paiement, des titres amortissables, en quinze ans au taux de 5 p. 100 négociables. Ce taux fut réduit à 4 1/2 p. 100 le 31 décembre 1929. à 4 p. 100 par arrêté du 26 février 1930, les anciennes obligations décennales restant toujours non négociables. C'est pour faire disparaître ces dernières que la conversion fut décidée.

Ainsi tous les emprunts émis eurent comme seul but celui d'assainir la Trésorerie et de résorber la dette flottante, à court et moyen terme. Aucun ne fut directement destiné à fournir à l'État de l'argent frais dont il n'avait pas besoin. Ce but devait agir sur les modalités générales des émissions. Les Pouvoirs Publics ne sont pas préoccupés de la charge qui pourrait en résulter pour le budget, les excédents de recettes devaient y pourvoir. Aussi bien la durée des emprunts a-t-elle été en croissant tandis que tous ont été amortissables.

Si l'émission d'emprunts à long terme, s'est révélée possible, elle était également nécessaire.

Dès que le budget fut équilibré la menace d'inflation supprimée, et la spéculation étrangère enrayée, les capitalistes rapatriant leurs capitaux durent chercher des emplois productifs. Les raisons qui les avaient incités à ne pas souscrire en 1924 et 1925 n'existaient plus. Plus s'affirma le succès des mesures de Poincaré, plus les emprunts d'État rencontrèrent de faveurs.

L'emprunt de la Caisse Autonome d'octobre 1926 cependant resta un certain temps le seul à être à échéance aussi lointaine (40 ans). Une sorte de garantie avait été en effet donnée aux souscripteurs contre le retour des événements antérieurs. Cette émission était gagée sur le rendement du monopole des tabacs. A côté d'un intérêt fixe de 6 p. 100 par an, les porteurs recevaient une somme de 0 fr. 50 par an et par obligation pour chaque excédent annuel de 100 millions du montant des ventes de tabac sur un produit fixe de 2 milliards. Ce revenu supplémentaire était payable semestriellement d'après le montant des sommes encaissées au titre de la vente des tabacs pendant le semestre précédent il ne pouvait être inférieur à 5 francs par obligation et par an.

La formule était heureuse et attrayante pour le public, le revenu minimum de ces obligations était en réalité de 7 p. 100. Mais le jeu du superdividende était susceptible de devenir onéreux pour la Caisse Autonome, étant basé non sur les bénéfices nets mais sur le développement des ventes des tabacs. Il l'a été, en fait, comme le montre le tableau du montant de coupons semestriels :

18,50 le 1^{er} avril 1927 ;
18,75 le 1^{er} octobre 1927 ;
19,50 le 1^{er} avril 1928 ;
19,75 le 1^{er} octobre 1928 ;
20,25 le 1^{er} avril 1929.

La conversion de 1929 vint heureusement mettre fin à cette progression.

Il fallut attendre, pour voir une nouvelle émission à long terme, avril 1927, date à laquelle le crédit public apparut plus affermi. Entre temps, deux emprunts du Trésor

avaient été émis, : les bons décennaux 7 p. 100 1926 et les bons à quinze ans de février 1927. La tenue remarquable en Bourse de ces titres à la valeur desquels s'incorpora rapidement la prime de remboursement, au point que leur taux fut vite supérieur à leur valeur de remboursement par tirage au sort, laissa espérer aux Pouvoirs Publics que les appréciations favorables dont bénéficiaient les fonds d'État garantiraient le succès d'une émission à long terme.

Aussi dès le mois d'avril de la même année, des rentes amortissables à 50 ans furent-elles émises, puis eurent lieu en juin l'émission d'obligations 6 p. 100 à 50 ans, en 1928 celle de rentes 5 p. 100 à 75 ans. Les résultats confirmèrent les espoirs.

Sans doute a-t-on pu reprocher à ces emprunts la charge considérable qu'ils faisaient peser sur le budget et dont le tableau suivant, relatif aux rentes 6 p. 100 d'avril 1927, peut donner une idée.

Désignation des titres consolidés.	Montant des valeurs reprises (en millions).	Charges anciennes afférentes aux valeurs reprises (en millions).	Charges nouvelles des rentes 6 p. 100 1927 (en millions).	Surcharges budgétaires annuelles (en millions).
Obligations décennales				
5 p. 100 1919-1929 .	5.077	253	363	100
Bons Crédit National				
juillet 1922	622	38	43	5
Bons du Trésor 3-5-				
10 ans 1923 (1 ^{re} série).	3.995	240	278	38
Bons du Trésor 3-5-				
10 ans 1923 (2 ^e série).	1.132	68	79	11
	<u>10.826</u>	<u>599</u>	<u>763</u>	<u>154</u>
Bons de la Défense Nat.	7.455	Charges supportées par la Caisse Autonome.		

Mais dès lors que le budget accusait des excédents de recettes sans cesse plus importants, de telles émissions ne présentaient pas d'inconvénients immédiates.

D'ailleurs pour éviter la pérennité de cette charge supplémentaire, l'État s'était réservé la faculté de remboursement par anticipation.

Pour les Bons du Trésor 7 p. 100 1927 à partir du 1^{er} février 1932 ;

Pour les rentes 6 p. 100 1927 à partir du 1^{er} mai 1931 ;

Pour les obligations 4 p. 100 1927 à partir du 10 juillet 1931 ;

Pour les rentes 5 p. 100 1928 à partir du 10 mai 1932.

Les Pouvoirs Publics affirmaient ainsi leur désir et leur volonté d'opérer une conversion quand le crédit public le permettrait. Peu importait que momentanément le pays supportât une surcharge si celle-ci devait être la contrepartie d'un assainissement définitif. A cet égard les émissions à long terme s'imposaient.

La Ministère Poincaré était décidé à rétablir non pas provisoirement mais définitivement les finances de l'État. Il fallait que les consolidations opérées ne vinssent pas dans un avenir plus ou moins proche être à nouveau mises en question. Elles devaient faire cesser complètement toute menace sur la Trésorerie. Les expériences de consolidation à court terme tentées entre 1921 et 1924 étaient probantes. Les bons à deux ans 1921 avaient été repris en souscriptions des bons 1922 à 3-5 ans : les difficultés étaient rejetées sur l'année 1927. Les Bons Clémentel à 10 ans 1924 avaient consolidé des Bons de la Défense Nationale, mais en 1934 le Trésor allait en supporter le poids.

La nécessité de faire appel au crédit à long terme, provenait également du fait que les Pouvoirs Publics entendaient amortir régulièrement la dette nouvelle qu'il contractait, et que, dès lors, il apparaissait indispensable pour réduire

au minimum l'amortissement annuel d'accroître la durée des emprunts.

La formule des emprunts à échéances massives fut en effet écartée. Même quand le crédit de l'État ne permit pas de procéder à des émissions à long terme, l'amortissement par annuités terminales fut utilisé. Ainsi les Bons du Trésor décennaux 1926 et ceux à 15 ans 1927 devaient être supprimés au bout de 10 et 15 ans automatiquement sans que le Trésor ait à faire face à aucun remboursement. Quant aux autres emprunts tous furent amortissables. Une annuité inscrite au budget était en effet le seul moyen d'obliger l'État à réduire sa dette. Sans doute avait-il été prévu que la Caisse Autonome rachèterait en Bourse et détruirait un certain nombre de titres suivant ses possibilités. Mais ces rachats étaient fonction des disponibilités de la Caisse, ils dépendaient des cours cotés. Ils n'étaient que facultatifs ; comme la dette publique présentait un chiffre qu'il semblait difficile d'accroître sans gêner considérablement l'action du Gouvernement, et entraver l'activité économique, l'obligation imposée à l'État d'amortir faisait partie du plan d'assainissement.

Tandis que la politique d'emprunt était ainsi adaptée au but poursuivi par la politique financière, les conceptions relatives à la dette flottante ont été profondément modifiées.

Politique de la dette flottante. — Théoriquement la dette flottante représente le fonds de roulement dont le Trésor a besoin pour assurer à tout moment l'exacte concordance des dépenses et des recettes de l'État. Même lorsque le budget est équilibré il arrive que les ressources fiscales ne rentrent pas à un rythme aussi rapide que celui auquel s'effectuent les paiements, en particulier durant les

périodes creuses de l'année. Le Trésor se procure alors des fonds pour faire face à ce déficit passager ; il les trouve soit dans les sommes qui sont déposées à titre obligatoire ou facultatif dans les caisses publiques, soit dans les avances de la Banque de France, soit par des émissions à très court terme.

La première de ces ressources est stable mais manque d'élasticité. La deuxième est en période normale fixée une fois pour toutes, et est la contre-partie du monopole d'émission des billets dont la Banque de France est revêtue. La troisième est variable suivant les époques de l'année, et suivant les années elles-mêmes : elle dépend des besoins. Mais comme toutes ces sommes ne sont obtenues que temporairement, elles ne doivent, en principe, que couvrir des dépenses qui dans un délai très bref seront remboursées sur les rentrées d'impôts.

Malheureusement durant les hostilités jusqu'en 1926, ce rôle normal de la dette flottante fut profondément altéré ; celle-ci dut faire face à des dépenses définitives et permanentes que le budget ne pouvait assumer : les Bons de la Défense et les avances de la Banque prirent une ampleur considérable ; leurs résultats fâcheux ont incité Poincaré à revenir aux conceptions traditionnelles.

Nous avons vu comment l'État est parvenu à résorber les avances de la Banque, et la méthode utilisée pour supprimer les effets funestes que le montant élevé des Bons de la Défense pouvait présenter.

Cependant la Caisse Autonome n'a pas cru bon de consolider ni d'amortir la totalité de la dette à très court terme dont la gestion lui avait été confiée. Par contre pour l'avenir le Gouvernement a pris des mesures destinées à alimenter la Trésorerie.

Plusieurs raisons s'opposaient à la résorption complète des Bons de la Défense. D'une part la Caisse en 1926 et 1927 avait besoin de liquidités et trouvait dans la faveur rencontrée par ce genre d'émission un moyen de se procurer les fonds nécessaires. D'autre part il fallait tenir compte des habitudes du public. Les bons jouaient un rôle essentiel sur le marché monétaire ; ils constituaient un placement temporaire productif et sûr auquel les établissements de crédit et les entreprises avaient le plus recours. Au moment où, de par le retour à la confiance, les disponibilités à court terme affluaient, il eût été dangereux de les accroître encore en amortissant les bons.

Quant à la consolidation il apparaissait inutile et onéreux de la poursuivre trop loin : inutile parce que les porteurs ne s'inquiétaient plus, les échéances étaient échelonnées, le montant de la circulation des bons abaissé, le franc stabilisé. Onéreux parce qu'il existait un écart très important entre le loyer de l'argent à court terme et celui des capitaux à long terme. Il valait mieux profiter de la baisse de l'intérêt sur le marché monétaire pour aider l'État à résorber les avances de la Banque et utiliser les ressources propres de la caisse à amortir la dette publique à longue durée, plutôt que de les employer à payer les arrérages d'emprunts de consolidation. Les heureux résultats obtenus par la Caisse sont d'ailleurs la meilleure justification de sa politique.

Le passé étant ainsi liquidé, il fallait assurer à la Trésorerie un nouveau fonds de roulement.

Les mesures adoptées marquèrent le retour aux traditions anciennes. L'article 12 de la loi du 7 août 1926 fixa la faculté d'émission dans les limites de laquelle le Gouvernement pourrait à l'avenir créer des Bons du Trésor ordinaires. Cette faculté d'émission (qui avant la guerre

était fixée annuellement par la loi de finances, et qui l'est maintenant une fois pour toutes) est de 5 milliards. Un arrêté du 30 décembre 1926 détermina les conditions d'émission et fixa à 100. 000 francs le minimum des coupures, ce qui montre bien que les bons étaient destinés à l'ancienne clientèle des Bons du Trésor.

Pendant cinq années la richesse de la Trésorerie permit de ne pas utiliser cette faculté d'émission. Jusqu'en 1928 cette richesse fut due aux excédents budgétaires, aux emprunts de consolidation dont une partie avait été souscrite en numéraire, aux comptes courants, au Trésor. Si à partir de la loi de stabilisation ces derniers furent supprimés, une avance permanente de la Banque de France vint les compenser.

La convention du 23 juin 1928 qui clôturait définitivement le compte « Avances exceptionnelles de la Banque de France » accorda à l'État, en effet, une avance permanente de 3 milliards, laquelle vint s'ajouter à celle de 200 millions résultant de conventions ultérieures.

Cette avance a permis au Trésor de rembourser les dépôts des particuliers et des banques à la Caisse Centrale. L'article 2 de la loi du 25 juin 1928 a supprimé ces comptes et abrogé en même temps l'article 104 de la loi du 19 avril 1926, sauf en ce qui concerne les dépôts faits par les collectivités astreintes ou autorisées à verser leurs disponibilités au Trésor. En conséquence les Trésoriers payeurs généraux n'exécutent plus le service des dépôts de fonds des particuliers pour le compte de l'État. On revenait ainsi au régime antérieur.

Résultat des émissions. — Cette politique d'emprunt eut une influence heureuse à la fois sur le montant et la compo-

sition de la dette publique et sur le loyer de l'argent des émissions d'État.

A) *Sur la dette publique.* — Le rapport des experts de janvier 1933 a fourni les chiffres suivants :

<i>Dette publique en millions :</i>					
	30 juin 1926.	31 décembre 1927.	31 décembre 1928.	31 décembre 1929.	31 décembre. 1930.
<i>Dette extérieure :</i>					
Commerciale. .	14.259	13.010	7.107	6.881	4.906
<i>Dette intérieure :</i>					
1 ^o Perpétuelle .	101.668	101.742	101.788	98.717	95.778
2 ^o Amortissable.	50.738	67.206	104.466	107.138	106.324
3 ^o Amoyen terme.	37.282	25.825	22.077	22.186	22.075
A court terme.					
A échéances massives. .					
4 ^o Flottante . .	101.309	79.691	44.569	37.647	37.560
5 ^o Dette des P.					
T. T. . . .	»	»	2.244	2.751	3.704
	<u>305.256</u>	<u>296.474</u>	<u>282.251</u>	<u>275.310</u>	<u>270.347</u>

Ce tableau montre que de juin 1926 à décembre 1929, la dette publique a diminué de 23 milliards.

Mais si l'on tient compte du fait que les avances de la Banque de France, rentrant dans le chapitre « dette flottante » ont été résorbées, à concurrence de 16 milliards environ, grâce à la réévaluation de l'encaisse or, lors de la stabilisation du franc, on s'aperçoit qu'en réalité la diminution du montant de la dette a été pour une large part, accidentelle ; elle n'a été l'œuvre de la politique d'amortissement qu'en ce qui concerne les 7 milliards de la dette extérieure.

L'effort du Ministère Poincaré a donc porté essentiellement sur l'aménagement et la composition de la dette.

La dette flottante a été réduite de.	57 milliards.
La dette à échéances massives de	15 —
	<u>72 milliards.</u>

si de ce chiffre l'on retire les 16 milliards précédents d'avances de la Banque de France et les quelques deux milliards de Bons et d'avances réellement amorties sur les avoirs du Trésor, et compensé par l'emprunt des P. T. T. on obtient en définitive la somme de 54 milliards représentant l'accroissement de la dette amortissable .

Au contraire de décembre 1928 à décembre 1930, la réduction de la dette publique de 12 milliards 900 est due toute entière à l'amortissement effectué par la Caisse Autonome soit par voie de rachat en Bourse de rentes perpétuelles soit par voie de diminution des Bons de la Défense en circulation.

Ainsi les deux buts successifs du Ministère d'Union Nationale ont été atteint : assainissement de la dette d'une part, amortissement de l'autre.

B) *Sur le taux d'intérêt.* — Parallèlement le taux d'intérêt subissait une baisse continue. Nous avons vu que le taux des Bons de la Défense à deux ans est passé de 6 p. 100 le 1^{er} janvier 1927 à 3 p. 100 le 21 mai 1930, soit une réduction de moitié.

Le loyer de l'argent à long terme suivait une évolution analogue.

Moyenne en 1926.	8,90 p. 100.	
— 1927.	7,30	—
— 1928.	6,05	—
— 1929.	5,35	—
1 ^{er} trimestre 1930.	4,85	—
2 ^e — 1930.	4,70	—
3 ^e — 1930.	4,60	—
4 ^e — 1930.	4,50	—

Ces taux réels ne correspondent pas évidemment au taux nominal. Celui-ci s'est accru d'avantages en capital.

Tous les emprunts émis entre 1926 et 1930 ont été en effet émis au-dessous du pair.

La formule adoptée par la Caisse Autonome pour son emprunt 6 p. 100 1926 a été déjà étudiée; les arrérages comprenaient un intérêt fixe qui s'augmentait d'un revenu variable suivant le chiffre des ventes de tabacs. Quant au prix de remboursement, il devait être majoré par rapport au capital nominal d'une prime ne pouvant être inférieure à 100 francs par obligation et égal à 5 francs par obligation pour chaque excédent de 100 millions du montant des sommes encaissées au titre de la vente des tabacs sur un produit fixe de 2 milliards.

Les bons du Trésor 7 p. 100 1926 étaient émis à 460 francs. L'amortissement se faisait soit par remboursement à 525 par tirage au sort, soit par rachat en Bourse. Mais une proportion était fixée entre le 1^{er} et 2^e mode d'amortissement, les tirages au sort devant porter au minimum de la 4^e à la 6^e année sur 20 p. 100 des titres dans l'année, à partir de la 7^e année sur 50 p. 100 des titres à amortir dans l'année. Le taux réel se montait ainsi à 8,67 p. 100.

Les bons 7 p. 100 1927 à 15 ans furent émis à 462,50 et étaient amortissables soit par remboursement après tirage au sort à 550 francs, soit par rachat en Bourse. Une clause analogue à celle qui avait été introduite dans l'emprunt précédent fixait la proportion à répartir entre ces deux catégories d'amortissement. Le taux réel s'établissait dès lors à 8,50. Il y avait donc amélioration en faveur du Trésor quant à l'intérêt et quant à la date de remboursement.

Les rentes 6 p. 100 de mai 1927 furent émises à 96 francs et remboursables à 150 francs. Mais le remboursement par anticipation, possible à partir du 1^{er} mai 1931, s'effectuait au nominal augmenté de la portion acquise de la prime.

En 1931, cette portion était inférieure à 2 francs et les titres pouvaient être remboursés à 101 fr. 65 p. 100 de capital nominal. Le taux d'intérêt réel était de 6,90 p. 100.

Les obligations 6 p. 100 1927 amortissables à 50 ans rapportaient en réalité 6,67 p. 100. Elles furent émises à 460 francs et remboursables au pair.

TABLEAU RÉCAPITULATIF DE L'ÉVOLUTION DU TAUX
DE L'INTÉRÊT DE 1926 A 1930

Intérêts des Bons de la Défense Nationale.

Dates.	Bons à 1 mois.	Bons à 3 mois.	Bons à 6 mois.	Bons à 1 an.	Bons à 2 ans.
	p. 100.	p. 100.	p. 100.	p. 100.	p. 100.
1 ^{er} octobre 1926.	3,60	5	5,50	6	
1 ^{er} déc. 1926. .	3	5	5,50	6,50	»
16 déc. 1926. .	émission suspendue.	5	4,50	5,50	»
1 ^{er} janvier 1927.	»	4	4,50	5,50	6
3 février . . .	»	émission suspendue.	émission suspendue.	5,50	6
11 avril 1927. .	»	»	»	4	5
6 mai 1927. .	»	»	»	3	5
22 juin 1927. .	»	»	»	émission suspendue.	4,50
23 avril 1928. .	»	»	»	»	4
Décembre 1929.	»	»	»	»	3,50
Mai 1930. . .	»	»	»	»	3
Mai 1931. . . .	»	»	»	»	2,50

Intérêt des émissions publiques à moyen et à long terme.

Bons à 10 ans.	Décembre 1926.	8,67 p. 100.
Bons à 15 ans.	Février 1927.	8,50 —
Rentes amortissables en 40 ans.	Mai 1927.	6,98 —
— — 50 ans.	Juillet 1927.	6,67 —
— — 75 ans.	Mai 1928.	5,53 —
Obligations amortis. en 40 ans.	Janvier 1929.	5,03 —

L'emprunt en rente 1928 amortissable en 75 ans fut émis à 91 francs, il était remboursable au pair et son taux réel se montait à 5,53 p. 100.

Enfin l'emprunt de conversion à 40 ans 4 1/2 p. 100 de la Caisse Autonome en janvier 1929 fut émis à 935 francs et présentait un taux réel de 5,03 p. 100.

Ainsi le taux réel a considérablement baissé, accusant une amélioration continue du crédit public comme le montre encore le tableau suivant:

Cours des rentes à la Bourse de Paris.

	3 p. 100 perpétuelle.	4 p. 100 1917.	5 p. 100 1920.
Moyenne 1928	67,75	77,90	106,60
— 1929	75,88	92,28	124,32
— 1930	87,60	101,56	134,90

Dès le début de l'année 1930, le 4 p. 100 1917 avait dépassé le pair.

Cette amélioration n'a d'ailleurs pas seulement porté sur les fonds d'État, elle s'est accompagnée de la renaissance du marché monétaire et du marché des capitaux français. A vrai dire même, ces deux faits sont intimement liés et sont la conséquence de la politique financière.

Évolution du marché monétaire et du marché financier de 1926 à 1930. — Le marché monétaire s'est caractérisé par une extrême abondance de fonds. Nous avons vu les causes de l'afflux des disponibilités qui a provoqué un « arrosage » continu de francs effectué par la Banque de France en contre-partie des achats de devises. Du 22 décembre 1926 au 25 juin 1928 si l'on en juge par la comparaison des Bilans de la Banque de France, c'est une masse de plus de 27 milliards de francs qui s'est trouvée ainsi jetée sur le marché. La plus grande partie est venue grossir les dépôts des banques. Il a fallu leur trouver un emploi.

De 1926 à 1928, ces capitaux à court terme continuèrent

à s'employer comme durant la période précédente en placements du Trésor. Le marché monétaire fonctionna en effet, en vase clos; la loi relative aux exportations de capitaux interdisant de placer des disponibilités à l'étranger, ne fut supprimée qu'au début de 1928. D'autre part l'incertitude sur le taux définitif de la stabilisation empêcha de chercher en dehors des frontières le emploi d'excédents de Trésorerie que les banques avaient le souci légitime de ne pas exposer à des risques de changes.

Aussi les fonds qui ne trouvèrent pas d'emploi sur le marché affluèrent-ils au Trésor. Mais la substitution des bons à deux ans aux bons à 1-3-6 mois et un an vint faire disparaître ce mode de emploi, et il n'y eut plus qu'un placement possible : les dépôts au Trésor. Celui-ci pendant quelques semaines ouvrit aux banques des comptes à préavis de un mois, puis ne conserva plus bientôt que des comptes courants à vue dont l'intérêt fut abaissé à 1 p. 100. Le solde de ces comptes courants grossit rapidement et atteignit en juin 1927 près de 11 milliards.

Ainsi qu'il a été dit, ces sommes servirent au remboursement des avances de la Banque de France.

A partir du 1^{er} juillet 1928, les disponibilités du marché restèrent toujours aussi abondantes, mais les liens étroits qui unissaient le Trésor public et les Trésoreries privées furent rompus. Les comptes courants du Trésor furent fermés, tandis que la Banque de France commençait à dénouer, au fur et à mesure des possibilités du marché, ses opérations de report sur devises. Les banques et autres collectivités détentrices de disponibilités durent trouver d'autres modes de emploi.

Dès lors que la loi sur les exportations de capitaux était abrogée, ces disponibilités devaient naturellement chercher

à Londres un placement que le marché français ne pouvait pas leur donner. Sans doute afin de réduire le montant des placements étrangers à court terme, qui, sans rapporter d'intérêt élevé à leurs propriétaires, favorisaient grandement leurs détenteurs, a-t-on essayé de développer le marché français des acceptations. C'est de 1930 que date la création de la Banque française d'acceptation. Mais si la Place de Paris disposait bien d'une masse de capitaux suffisante, elle n'était pas, par contre, un centre économique international par lequel tous les pays étaient obligés de passer. On ne pouvait attendre un résultat immédiat et important de cette création. Par ailleurs les entreprises privées trouvaient aux placements anglais des avantages immenses, qui sont, en fait, caractéristiques du marché de Londres et presque tous dus à son ampleur. Quel que soit le montant des titres à court terme que l'on désire vendre, ou l'importance des disponibilités que l'on désire placer, on a la certitude de trouver preneur sans que le taux en subisse la moindre influence.

Pour réduire au minimum le montant des capitaux français placés à l'étranger et en même temps porter au maximum le montant des capitaux étrangers employés à court terme en France, il fallait que ces fonds trouvassent sur le marché de Paris tous les avantages qu'ils cherchaient ailleurs et notamment l'ampleur des transactions. Le développement du marché à court terme restait en définitive subordonné à un phénomène économique, et à certaines conditions techniques qu'il semblait difficile de réaliser du jour au lendemain.

A côté des capitaux à court terme placés à l'étranger par les entreprises privées, le Trésor et la Banque de France disposaient d'une masse considérable de devises offertes et

achetées en contre partie de francs. Utiles jusqu'à la stabilisation légale pour faire face à toutes éventualités, ces devises ne l'étaient plus quand nos dettes extérieures eurent été consolidées et quand les menaces de l'échéance des stocks eut disparu. Il eût été préférable que le Trésor les rapatriât et remboursât des emprunts à long terme dont le taux en 1929 était beaucoup plus élevé que le loyer de l'argent à court terme.

Mais les perturbations qu'eussent provoquées ces transferts, incita le Trésor à utiliser sur place pour le remboursement de ses dettes en monnaie étrangère les devises qu'il détenait. Il commença en 1930 à rembourser l'emprunt Kreuger 5 p. 100 1928 ; de plus l'article 170 de la loi du 16 avril 1930 portait :

« Le Ministre des Finances est autorisé à conclure avec
« le département de la Seine, la Ville de Paris, les grands
« réseaux de Chemins de fer et les Compagnies de navigation subventionnées, des conventions aux termes des-
« quelles l'État mettra à leur disposition sur les ressources
« générales de la Trésorerie, à titre d'avances portant intérêt, les sommes nécessaires au remboursement anticipé
« des emprunts que les dites collectivités ont contractés à
« l'étranger.

« L'État sera remboursé de ses avances au moyen d'annuités, la période d'amortissement d'une avance ne pouvant dépasser celle restant à courir pour l'emprunt
« qu'elle aura servi à amortir.

« Un compte de services spéciaux sera ouvert dans les écritures du Trésor à l'effet de retracer des diverses opérations. »

Les devises du Trésor qui étaient ainsi employées se

trouvaient en fait rapatriées, puisque le Trésor en touchait le montant en francs français sans qu'elles aient donné lieu à un transfert effectif et par suite sans qu'à aucun moment les marchés où elles étaient déposées en eussent été privés.

Ainsi s'établissait une nouvelle solidarité avec les marchés monétaires étrangers dont les besoins de fonds importants en 1928 et pendant les trois premiers trimestres de 1929, se répercutaient dans une certaine mesure sur le marché français.

Ces placements à l'étranger joints à l'accumulation des fonds au Trésor due à des causes diverses absorbèrent une quantité appréciable de francs ; l'argent sans devenir rare marqua une certaine fermeté jusqu'à la fin 1929. Le portefeuille de la Banque de France qui s'éleva de 2 milliards 972 le 25 juin 1928 à 10 milliards 646 le 29 novembre 1929, indique bien cette tendance.

Mais le ralentissement de l'activité, la crise des diverses monnaies, devaient contribuer à rendre au marché monétaire français une très grande aisance.

Pendant que la restauration monétaire se traduisait sur le marché de l'argent à court terme par une abondance de disponibilités, elle redonnait une vie nouvelle au marché des capitaux.

Les valeurs à revenus fixes subissaient une hausse lente et continue dont bénéficiaient à la fois les rentes et les obligations des sociétés privées.

Par ailleurs les actions tendaient à se réajuster à la valeur réelle des entreprises. Pendant la période d'inflation elles n'avaient suivi que de très loin la plus value nominale donnée par la hausse des changes et des prix aux différents éléments de l'actif social. A partir de juillet 1926 les titres

commencèrent à hausser par saccades, d'abord pendant le 1^{er} semestre de 1928, puis dans les deux derniers mois de 1928 et le début de 1929.

L'indice général des valeurs à revenus variables s'éleva en moyenne à 233 en 1926 et 287 en 1927. Il progressa jusqu'à 548 en février 1929 puis redescendit à 461 en novembre 1929 ; cette baisse étant due surtout à la répercussion des événements financiers survenus sur les principales places étrangères et notamment à l'effondrement de la Bourse de New-York.

La fermeté générale de la Bourse stimula d'autant plus les émissions de valeur mobilière qu'à aucun moment la France n'eut à souffrir d'une pénurie de capitaux, suite fréquente des stabilisations monétaires et dont l'Allemagne éprouva les manifestations.

Dès la création du Reichsmark, l'Allemagne s'aperçut que les fonds de roulement de ses entreprises avaient fondu sous l'effet de l'inflation et qu'elle était incapable de les reconstituer par ses propres moyens. Elle dut alimenter son marché financier à l'aide d'emprunts continuels à l'étranger, pour la plupart à court terme, dont l'existence fut la cause des graves difficultés qu'elle éprouva à partir de 1931.

En France, au contraire, la situation était différente. Les bilans des quatre établissements de crédit au lendemain de la stabilisation accusaient un total de dépôts de 33. 800 millions de francs nouveaux, soit 6.800 millions de francs d'avant guerre, alors que les chiffres correspondants de 1913 étaient seulement de 5 milliards 600.

D'autre part si invraisemblable que cela puisse paraître, ni les pertes de la guerre, ni l'appauvrissement des classes moyennes, ni les bouleversements monétaires n'avaient découragé l'effort de l'épargnant français. L'esprit d'épargne

recommença très vite à alimenter un courant régulier de formation de capitaux et dès 1927, le volume des sommes susceptibles de s'engager à long terme s'accrut. Il tendait en 1930 à rejoindre son chiffre d'avant guerre.

Cette épargne a pris des directions diverses ; elle a répondu à la fois aux besoins du Trésor et à ceux de l'économie, ces derniers prenant une importance grandissante par rapport au premier comme le montre le tableau suivant.

Tableau général des émissions (en millions de francs).

	1925	1926	1927	1928	1929
	—	—	—	—	—
<i>Emprunts de l'Etat ou garantis par l'Etat :</i>					
Valeurs du Trésor .	9.975	695	6.070	9.545	1.629
Emprunts des départements et communes	1.730	1.352	1.032	764	2.49
Coloniaux	»	37	114	72	414
Groupem. de sinistres	»	»	429	613	406
Des Chemins de Fer.	1.426	3.292	2.847	3.563	4.140
	<u>10.272</u>	<u>4.376</u>	<u>11.492</u>	<u>14.557</u>	<u>5.822</u>
<i>Emissions d'emprunts privés :</i>					
Obligations	1.035	1.922	2.939	4.017	6.783
Actions de Sociétés nouvelles	510	572	706	1.022	1.000
Augmentation de capital	2.144	2.312	3.350	5.494	7.323
	<u>3.689</u>	<u>4.806</u>	<u>6.995</u>	<u>10.513</u>	<u>15.106</u>
Total général. .	6.590	9.182	18.487	25.070	20.928

A partir de 1930 non seulement l'État n'a plus emprunté, mais il a accéléré sa politique d'amortissement. Comme l'économie intérieure ne pouvait indéfiniment augmenter ses émissions, l'épargne allait être en excédent par rapport au

total des besoins nationaux. Il importait ainsi de leur offrir de nouveaux débouchés et de rendre à la France le rôle qu'elle occupait avant la guerre sur les marchés internationaux comme prêteuse. L'exportation des capitaux viendrait contrebalancer les entrées d'or ; les investissements à long terme en valeurs mobilières étrangères, conséquence nécessaire de la position créditrice de la France, seraient en outre un moyen avantageux de stabiliser les fonds très importants placés temporairement à l'extérieur, soit par notre Institut d'émission soit par des sociétés françaises.

Un seul obstacle s'opposa à cette expansion : le poids des impôts sur les valeurs mobilières étrangères.

Dans une conférence faite par M. Moreau-Néret à l'École des Sciences Politiques, les chiffres suivants ont été donnés.

Un emprunt de 100 millions de francs du type 6 p. 100, le porteur prenant à sa charge le timbre et les impôts sur le revenu, aurait rapporté au porteur en 1930 :

En Hollande	5,90	p. 100.
En Belgique	5,55	—
Aux États-Unis	5,75	—
En Allemagne	5,215	—
En Suisse	5,77	—
En France	4,33	—

Si l'on renversait le problème, pour assurer au porteur un rendement identique de 4,50 p. 100 le gouvernement recevrait à l'émission par une charge annuelle identique :

En Hollande	98.900.000
En Belgique	95.840.000
Aux États-Unis	97.840.000
En Allemagne	92.740.000
En Suisse	97.740.000
En France	82.450.000

La disproportion était trop grande entre la France et

l'étranger pour qu'une exportation de capitaux se fasse dans des conditions avantageuses pour le prêteur et l'emprunteur.

Il apparaissait ainsi nécessaire de déserrer l'étreinte fiscale que la situation des finances publiques ne justifiait plus. Une diminution des impôts était d'autant plus nécessaire que les excédents budgétaires réguliers et les avoirs du Trésor conduisaient à nouveau aux gaspillages des deniers publics.

C. — RÉPERCUSSION DE LA POLITIQUE FINANCIÈRE SUR LE BUDGET ET LE TRÉSOR

Les années 1928-29 et 30 marquèrent l'apogée de la puissance financière de la France.

Le crédit public était restauré. Grâce au Ministère d'Union Nationale, la dette commerciale extérieure avait été réduite, la dette perpétuelle diminuée à la suite des rachats de rentes opérés par la Caisse Autonome, les dangers de la dette flottante écartés. En 1930, le cours des rentes 4 p. 100 dépassait le pair.

La Trésorerie accusait en fin 1929 un excédent de 17 milliards. Le budget était en « superéquilibre ».

Mais si paradoxal que cela puisse paraître, ces plus values ont été néfastes ; il eut été préférable de maintenir les finances publiques en léger déficit.

L'origine de ces plus values a été perdu de vue. De même qu'en ce qui concerne le budget, elles étaient dues à des circonstances exceptionnelles, de même les avoirs du Trésor avaient été constitués pour des raisons particulières.

L'effort qui avait été demandé au pays au lendemain de la crise monétaire ne devait être que temporaire. Il avait seu-

lement pour but de permettre le redressement financier. Aussi bien la création de taxes nouvelles et l'accroissement considérable des impôts furent-ils effectués sans qu'aient été exactement mesurée la charge que l'économie tout entière allait supporter. Peu importait à cette époque la grandeur des sacrifices exigés en face des résultats qu'il fallait obtenir.

Mais dès lors que la monnaie était définitivement stabilisée et mise à l'abri de la spéculation, la fiscalité eut dû être allégée. En fait elle ne le fut que tardivement en fin 1929 et 1930 parce que dans l'ensemble l'industrie et le commerce semblaient ne pas être entravés par le poids des impôts. La prospérité universelle laissait aux producteurs une marge de bénéfice largement suffisante pour acquitter leur dette envers l'État. De plus en France, la niveau exceptionnellement bas des prix qui ne rejoignaient que lentement la nouvelle parité de la monnaie donnait une prime à l'exportation, et faisait prendre aux diverses activités une extension que la charge fiscale ralentissait à peine.

Si cet essor était déjà assez exceptionnel, le rendement accru des impôts l'était également. Au lieu de faire appel comme durant la période précédente aux impôts directs, les Pouvoirs Publics avaient surtout demandé aux taxes, à la consommation et à la circulation les recettes dont ils avaient besoin. Or celles-ci suivent très exactement le mouvement des échanges. — Quoique depuis la réforme fiscale de 1914-1917, les impôts directs assis sur les revenus réels aient un rendement qui dépend de l'accroissement de la richesse collective, il existe un certain décalage entre ces deux éléments, du fait que les rôles sont établis d'après les revenus réalisés pendant l'année précédente. Au contraire les impôts indirects et en particulier la taxe sur le chiffre d'affaires qui

n'a pas encore été déformée par les taxes de remplacement, étant assis sur les transactions elles-mêmes, varient suivant leur importance.

Que le développement économique vint à se ralentir et dans un bref délai, les plus values budgétaires disparaîtraient d'autant plus sûrement que les dépenses de l'État n'avaient pas été réajustées à la nouvelle valeur des prix.

En 1928, les dépenses publiques n'avaient pas atteint leur niveau réel. En stricte justice, il fallait procéder à une élévation des traitements des fonctionnaires et des pensions qui permissent à leurs titulaires de ne pas supporter seuls les conséquences de la dépréciation monétaire. Or une augmentation de cette nature ne pouvait produire un accroissement immédiat et définitif des charges budgétaires. (Celles-ci augmenteraient lentement avec l'accord de nouvelles pensions.)

Ainsi depuis 1926, la structure des budgets était de par les circonstances très incertaine. Les plus values avaient un caractère exceptionnel dont il eût fallu tenir compte. Ainsi en était-il des avoirs du Trésor.

Ceux-ci avaient une double origine ; d'une part les organismes qui jusqu'alors avaient fait appel au Trésor, non seulement avaient cessé de lui demander des avances, mais encore avaient remboursé leur dette. D'autre part, la perspective d'une échéance de 10 milliards au titre des dettes interalliées avait incité les Pouvoirs Publics à attirer des fonds.

Tandis que jusqu'en 1926, le Trésor avait dû pourvoir aux déficits du budget général, des budgets des P. T. T. et des Chemins de fer, des comptes spéciaux, à partir de cette date, grâce à la prospérité économique, et aux mesures de redressement financier, tous ces organismes étaient en

excédent. Les versements allemands au titre du plan Dawes étaient effectués régulièrement suivant un barème incorporé à ce plan, et l'on a estimé que jusqu'en 1929, la France avait touché environ 22 milliards 700 en francs stabilisés. Les P. T. T., les Chemins de fer émettaient de leur côté des emprunts auprès du public grâce auxquels ils réduisaient leurs dettes envers l'État.

A ce premier afflux de fonds qui se trouvait déjà très supérieur aux besoins permanents du Trésor, s'est jointe une accumulation volontaire de capitaux nécessaires pour faire face au règlement éventuel de la dette commerciale envers l'Amérique. Cette dette, provenant de l'acquisition des stocks américains, était exigible en 1930 à moins que la Chambre ne ratifiât l'accord Mellon-Béranger signé ad referendum le 29 avril 1926 et portant règlement en 62 annuités de la dette politique et commerciale à l'égard des États-Unis.

Si la ratification n'avait pas été demandée plus tôt au Parlement, c'est qu'elle soulevait plusieurs difficultés. « L'opinion publique lui était hostile et se leurrerait de l'es-
« poir d'obtenir des adoucissements. Par ailleurs, alors que
« nos possibilités de paiement étaient liées à la solvabilité
« de l'Allemagne, les États-Unis conformément à leur atti-
« tude à l'égard des autres pays débiteurs, nous refusaient
« une clause de sauvegarde nous déliant de nos engagements
« en cas de carence de l'Allemagne, et une clause de trans-
« fert, suspendant les paiements, lorsque les transferts ne
« pourraient avoir lieu sans détraquer notre change. »
Cependant comme nous nous trouvions être les seuls débi-
teurs à ne pas avoir conclu un engagement, comme en outre,
à défaut de ratification, les 400 millions de dollars des
stocks devenaient exigibles en 1930 et que ce paiement

n'eût en rien réduit le montant de notre dette politique dont les intérêts auraient continué à se capitaliser, le gouvernement se résolut à demander aux Chambres la ratification des accords qui fut donnée par la loi du 26 juillet 1929.

Le Trésor disposait à cette époque des 10 milliards nécessaires aux paiements que la ratification ajournait.

Plutôt que d'utiliser ces fonds à l'amortissement de la dette, les Pouvoirs Publics les employèrent en dépenses nouvelles. Si leur origine même semblait indiquer leur destination, la réduction du capital de la dette, pour définitive qu'elle aurait été, n'aurait pas provoqué une diminution équivalente des charges, les budgets n'auraient été allégés que des intérêts du capital amorti, il paraissait préférable de faire bénéficier le pays de l'intégralité de ces sommes. Aussi assista-t-on au gonflement progressif des crédits budgétaires tandis qu'au Trésor étaient imposées des dépenses permanentes.

Le tableau suivant met en évidence l'ascension des dépenses budgétaires :

Crédits (en millions).

Exercices.	Ouvert par la loi de Finances.	Supplé- mentaires.	Total.
1925	33.137	1.049	34 186
1926	33.338	7.959	41.297
1925	39.541	4.418	43.959
1928.	42.445	1.614	44 059
1929-1930 (15 mois). . . .	45.366	13.687	59.053 ¹
1930-1931	50.398	3.228	53.626

Ainsi de 1925 à 1930 le volume des dépenses budgétaires annuelles a gonflé de plus de moitié, passant de

1. L'exercice 1929-1930 compta 15 mois, du 1^{er} janvier 1929 au 31 mars 1930. Les dépenses s'élevèrent à 59.053 millions ce qui correspond mathématiquement pour 12 mois à 47.243 millions.

34.186 millions à 53.626 millions. L'accroissement fut en cinq ans de 19.440 millions soit 57 p. 100.

Sans doute une partie de cet accroissement a-t-il été dû au réajustement des traitements et des pensions en proportion de la dépréciation monétaire. Mais le réajustement a souvent dépassé le coefficient 5, certaines catégories de fonctionnaires, ceux qui avaient les traitements les moins élevés, c'est-à-dire les plus nombreux, furent souvent relevés à des coefficients variant entre 7 et 10.

Parallèlement les dépenses sociales s'accrurent d'une façon prodigieuse. La dotation du Ministère du Travail était en 1927 de 886 millions. La dotation correspondante (Travail et Santé publique) inscrite au budget de 1930-1931 était de 2.009 millions, soit plus de 126 p. 100 d'augmentation. A ces charges s'ajoutèrent celles des Assurances Sociales qui, bien que non inscrites au budget restreignaient les facultés des contribuables et se traduisaient par une moindre élasticité des recettes. Quant à la dette viagère, les pensions de guerre ont passé de 2.336 millions en 1925 à 4.856 millions en 1930-1931, les pensions de retraite de 1.300 millions environ à 4.016 millions entre les mêmes dates ; encore ce dernier chiffre était-il loin d'être définitif en raison du vote de la retraite du combattant dont les évaluations ont été, dès la première année d'application, largement dépassées.

« Ce qu'il y a de plus grave, écrit M. Allix, ... c'est que les
« Parlements, dans la plupart des pays, cèdent de plus en
« plus aux revendications démagogiques. Une grande partie
« des dépenses actuelles tendent non seulement à affranchir
« les individus du risque mais à les dispenser de l'effort.
« Les fonds de chômage, qui sont la plaie des Finances
« anglaises, détournent de la recherche du travail et sub-
« ventionnent l'oisiveté. La multiplication du nombre des

« pensionnaires, l'abaissement de l'âge de la retraite don-
« nent comme idéal aux masses l'obtention d'un repos pré-
« mûré, aux frais de la société. Les budgets actuels, par
« la nature de leurs dépenses, fournissent l'indice d'un
« relâchement social indiscutable. »

La France, au fond, n'a fait que suivre la tendance générale. Mais quand les gouvernements se rendirent compte des dangers d'une telle progression, et effectuèrent une réduction des impôts, il était déjà trop tard, les dépenses avaient été votées, il fallait les payer.

Ces réductions d'ailleurs obéirent aux mêmes principes : les dégrèvements et les abattements furent, pour beaucoup, démagogiques. Plutôt que de soulager l'économie et de permettre aux entreprises de s'adapter aux conditions plus rigoureuses des échanges qui paraissaient se faire jour, ils atteignirent seulement les petits revenus et les petits contribuables, resserant la matière imposable, au lieu de l'élargir par un abaissement des taux. L'assiette des impôts fut réduite, leur élasticité amenuisée au moment même où une augmentation du rendement eût été nécessaire pour couvrir les dépenses croissantes.

Tandis que les crédits budgétaires étaient ainsi accrus, les avoirs du Trésor furent aussi utilisés. Une partie reçut une affectation conforme à son origine. La loi du 16 avril 1930 autorisa le Gouvernement à rembourser par anticipation la dette commerciale étrangère. Cette même loi donna la possibilité au Trésor, ainsi qu'il a été dit, de céder les devises qu'il détenait aux Chemins de fer qui avaient contracté des emprunts à l'étranger, les Compagnies s'engageant à verser à l'État une annuité. On pensa enfin à financer des dépenses non renouvelables telles que les for-

tifications du Nord-Est et un plan d'outillage national. Par ailleurs, la loi du 16 avril 1930 chargea le Trésor de paiements en espèces aux sinistrés, paiements qui jusqu'ici avaient été assurés par le compte « versement ».

Ainsi l'énergique politique de redressement financier suivie par le Ministère Poincaré ne fut pas continuée. Sans doute était-ce là une impossibilité provenant de l'existence du régime démocratique. Le Parlement, fait à l'origine pour voter les impôts, pour contrôler et limiter leur progression, est devenu d'autant plus enclin à augmenter les dépenses que le progrès des idées et les conceptions fiscales modernes ont conduit à faire bénéficier des dépenses ceux qui n'en supportent pas la charge.

Si, en 1930, le crédit public apparaissait solide, par contre la situation budgétaire pouvait devenir inquiétante. La période 1930-1935, qui correspond à la crise économique montrera à quel point étaient justifiés les avertissements que certain membre du Parlement avait cru devoir donner, et comment, en partant de finances publiques prospères, il a été possible en cinq années de détruire les efforts accumulés et les résultats obtenus. A de nombreux égards, la situation actuelle rappelle celle de 1924.

CHAPITRE II

1931-1935

A partir de 1930 le déficit réapparut dans les Finances Publiques. Si sa persistance et l'impuissance du Gouvernement à le résorber constituent dans une certaine mesure un premier point commun avec les années 1920-1924, les emprunts auxquels il fallut faire appel, par leurs modalités, rappellent les émissions de cette même période.

L'année 1935 peut, semble-t-il, être comparée à celle de 1924.

A. — CAUSES QUI ONT ENTRAÎNÉ LE RECOURS A L'EMPRUNT

Le recours à l'emprunt a été dû à la fois au déficit du budget et de la Trésorerie.

A) *Déficit budgétaire.* — L'exécution des budgets généraux a laissé à la charge de la Trésorerie depuis l'exercice 1^{er} avril 1930 31 mars 1931 jusqu'à l'exercice 1934, une somme de 27 milliards en chiffres ronds dont voici le détail :

Exercices :	Déficit (en millions).
1930-1931.	2.600
1931-1932.	5.500
1932 (9 mois)	6.000
1933	7.000
1934	5.600
	26.700

C'est à 5 milliards 600 en effet que le Ministre des Finances a évalué le déficit de l'exercice 1934. Le déficit provisoire de l'exercice au 30 septembre 1934 avait été fixé à 3.800 millions par M. Abel Gardet dans son rapport général au Sénat. C'est donc de 1 milliard 800 que se sont aggravées dans le dernier trimestre les insuffisances budgétaires.

Quant au budget de 1935, il s'est présenté avec un déficit initial de 517 millions suivant les prévisions de la loi de Finances du 24 décembre 1934. Officiellement, on estime de 3 à 4 milliards le déficit probable de l'exercice 1935 si la situation économique ne se modifie pas.

a) *Causes.* — Le déséquilibre budgétaire coïncide exactement avec l'apparition de la crise économique dont les effets se sont faits sentir sur les dépenses et les recettes. Si des efforts ont été accomplis pour le réduire, ils se sont heurtés à de telles difficultés qu'ils n'ont pas eu de résultats décisifs.

Au moment où la crise apparut, les lois votées pendant la prospérité commencèrent seulement à entrer pleinement en vigueur, tandis que de nouvelles dépenses étaient nécessaires pour remédier aux conséquences économiques et sociales les plus graves de la dépression.

La loi sur les Assurances Sociales, sur l'allocation aux combattants, les réformes des lois d'assistance et le reclassement des voies de communication, léguèrent aux budgets successifs une charge importante tandis que les annuités diverses à verser à la Caisse des Dépôts, les arrérages des emprunts émis par le Trésor pour couvrir ses dépenses propres augmentaient. En fait, la progression des dépenses que nous avons étudiées précédemment fut cependant enrayée. L'année 1931 fut la première à marquer un temps

d'arrêt. Le budget de 1929 (15 mois) s'établissait à 59.053 millions, soit 47.243 millions pour douze mois, celui de 1930-1931 à 53.626 millions, celui de 1931-1932 à 53.213 millions, bien que de nouvelles dépenses aient dû être ouvertes.

Il fallut en effet faire face au chômage, accorder des subventions aux industries vitales défaillantes telle que la marine marchande, secourir les entreprises d'habitations à bon marché et de logements à loyers moyens, etc... Enfin le péril extérieur contraignit les Pouvoirs Publics à relever dans une forte proportion la dotation de la Défense Nationale (Guerre, Marine et Air). En dépit de quoi, après les efforts d'économie réalisés, les budgets de 1932 et 1933 atteignirent respectivement les chiffres de 41 milliards 422 pour neuf mois et 50.572 millions.

Si dans leur ensemble les dépenses publiques paraissaient ainsi s'être stabilisées, par contre les recettes furent en regression constante, 50.489 millions pour l'exercice 1930-1931, 47.705 pour l'exercice 1931-1932, 35.405 pour l'exercice 1932 (9 mois), 43.652 pour l'exercice 1933, accusant d'année en année de profondes moins-values sur les exercices antérieurs.

Ces moins-values sont imputables à deux ordres de causes : à l'origine elles sont dues « à l'illusion de la facilité qui avait incité le Parlement à demander des dégrèvements qui s'élevaient à 6 milliards 300 et qui, votés en avril 1930 et à l'ouverture de l'exercice 1930-1931, vinrent trop tard et contribuèrent à un déséquilibre inévitable. Votés plus tôt, ils auraient ralenti la propension du Parlement à la dépense alors que la crise ne produisait pas encore ses effets¹ ». De plus dès le moratoire Hoover les paiements

1. Germain Martin. *Le problème actuel des Finances publiques en France.*

allemands aux titres de réparations furent suspendus.

D'autre part elles sont dues surtout à la dépression économique. C'est précisément là que l'on peut juger d'un système fiscal qui suit de trop près le mouvement de la richesse. Fondé durant le xix^e siècle sur les indices de la fortune et non sur la fortune elle-même le système fiscal ne donnait ni de plus-values abusives et dangereuses pendant les périodes d'essor, ni de moins-values excessives pendant les crises. Il assurait au budget des rentrées de fonds à peu près stables, n'incitant pas le Parlement à des prodigalités aux époques de prospérité, et ne l'obligeant pas en contre-partie à réduire les dépenses quand l'activité économique se resserrait.

Depuis la guerre, à l'inverse, les impôts sont assis sur la fortune et leurs rendements, qu'il s'agisse de contributions directes ou indirectes, subissent les vicissitudes de la richesse. Si l'on ajoute que depuis 1926 le taux des impôts semblait avoir atteint une limite qu'il paraissait difficile de dépasser on peut se rendre compte des répercussions qu'une crise devait entraîner. En somme, incontestablement plus juste et moins lourd pour le contribuable dont la dette envers l'État dépend de l'ensemble de ses facultés, le système fiscal actuel avec l'extension qui lui a été donnée, se révèle plein d'inconvénients pour les Finances Publiques.

Les chiffres qui ont été cités, ne se rapportent qu'au déficit d'exécution, aux dépenses réellement effectuées, aux recettes effectivement perçues. Ils ne sont que le résultat d'exercices au cours desquels des efforts ont été faits pour limiter un déséquilibre qui autrement eût atteint des proportions beaucoup plus considérables.

Efforts faits pour réduire le déséquilibre. — Deux

catégories de mesures furent prises pour diminuer le déficit. Les unes visèrent à décharger le budget de certaines dépenses en en confiant le paiement à la Caisse Autonome, les autres à agir directement sur le montant des crédits ou des recettes.

La loi du 7 avril 1930 laissait toute latitude à la Caisse Autonome sur le choix des moyens susceptibles de concourir à l'amortissement de l'ensemble de la dette de l'État

Nous avons vu que pendant le 2^e semestre de 1930, les rachats en Bourse s'étaient poursuivis à un rythme très ralenti parce que la hausse des fonds publics avait rendu cette politique trop onéreuse. En 1931, ces rachats diminuèrent encore, les cours ayant constamment dépassé les limites dans lesquelles la Caisse pouvait les opérer ; ils portèrent seulement sur 734 millions. Mais afin d'apporter au budget une aide qui paraissait légitime et nécessaire, la Caisse, faisant état de la loi du 7 avril, prit en charge, à partir du 1^{er} avril 1931, par la convention du 12 septembre 1930, les dépenses afférentes à l'amortissement de la plus grande partie de la dette contractuelle supportée antérieurement par le budget. Cette convention n'excluait que les fonds d'emprunt à échéances massives et ceux dont le capital était susceptible d'une augmentation par suite d'émission nouvelle.

C'était apporter au budget une économie de 1.403 millions en 1931, 1.784 millions en 1932, 1.812 millions en 1933. Par ailleurs en 1932 en vue de favoriser le maintien des cours des rentes à un niveau permettant une conversion, la Caisse racheta 2.225 millions de titres publics ; dès la conversion, ces rachats diminuèrent : la Caisse subissait en effet les conséquences de la crise, ses recettes fléchissaient

tandis que ses dépenses s'accroissaient de charges nouvelles qu'elle avait cru bon d'assumer afin de soulager le Trésor des échéances massives dont il sera parlé plus loin.

En 1933 les rachats s'élevèrent à 270 millions. Mais comme la conversion avait procuré à la Caisse une économie de 568 millions en 1933, celle-ci accepta de prendre à son compte à concurrence de cette même somme une nouvelle partie des dépenses d'amortissement de l'État.

Ainsi l'action de la Caisse apporta au budget une économie annuelle de près de 2 milliards auxquels doit s'ajouter les intérêts du capital racheté en Bourse depuis 1929, soit 13 milliards environ, représentant une économie annuelle de 0 milliard 600.

Parallèlement les Pouvoirs Publics s'efforcèrent d'agir sur le montant des dépenses et des recettes. A cet égard il importe de distinguer deux périodes, jusqu'en mai 1932, à partir de mai 1932.

Jusqu'en mai 1932, la politique financière fut influencée par la perspective des élections générales. Les gouvernements jugèrent impossible de procéder à des économies massives de même qu'il apparut difficile d'accroître les impôts.

Aussi eut-on recours à des expédients financiers. Par un artifice comptable en portant l'exercice 1932 à neuf mois, on le fit bénéficier de recettes d'une année entière, tandis que des ressources exceptionnelles étaient obtenues de la frappe des monnaies d'argent et d'un prélèvement de 700 millions sur le fond des alcools.

Mais ces ressources n'étaient qu'exceptionnelles, elles n'étaient pas destinées à se reproduire chaque année. Il

fallait pourvoir au budget de 1933 dont la situation se présentait ainsi :

Dépenses.	55.980 millions.
Recettes	<u>43.880</u> —
Déficit probable.	12.100 millions.

Le budget de 1932 n'avait été qu'un budget de transition, devant permettre aux Pouvoirs Publics de supprimer intégralement les déficits ultérieurs prévus. En fait ces déficits en 1935 n'étaient pas encore comblés quoiqu'une série de projets aient été votés.

Le premier projet de redressement fut soumis à la Chambre par M. Germain Martin le 1^{er} juillet 1932 ; la Chambre repoussa les économies touchant les pensions, l'allocation du combattant et les assurances sociales, repoussa également la suppression des diverses exonérations de 1929 et 1930 et l'augmentation des droits sur le café. Mais elle vota le 15 juillet la compression des dépenses militaires pour 1.485 millions, la réduction des dépenses administratives pour 210 millions, la création et le remaniement d'impôts, en particulier des impôts sur le revenu pour 456 millions. Au total cette loi apporta une contribution de 2 milliards 151.

La deuxième étape du redressement fut effectuée par la conversion de septembre 1932, laquelle devait être suivie de nouvelles et substantielles propositions de réduction de dépenses et de remaniements fiscaux.

Les épargnants répondirent à l'appel du Gouvernement. La conversion qui portait sur 85 milliards de rentes en capital n'entraîna que des décaissements minimes, elle fit faire au budget une économie annuelle de 1.407 millions, et la convention du 7 novembre 1932, de 568 millions comme

nous l'avons dit. Le déficit initial du budget de 1933 était ainsi comblé à concurrence de 4.200 millions. Restaient 8 milliards environ à trouver. Ce fut l'objet de la troisième étape.

Cette troisième étape rencontra de nombreuses vicissitudes. Le projet de décembre 1932 n'aboutit pas, le Ministère Herriot ayant été renversé le 10 décembre sur la question de l'échéance du paiement américain. Le projet Chéron subit le même sort. Le Cabinet Daladier parvint à faire voter dans la loi portant ouverture de crédits provisoires applicables au mois de mars 1933 des mesures dont le résultat était de 4 milliards 600 : elles comportaient des économies assez modérées pour qu'il ne soit porté atteinte ni à la sécurité du pays, ni à l'activité de travaux que réalisait ou subventionnait l'État, mais assez importantes pour que, s'ajoutant aux lois du 15 juillet et du 17 septembre 1932, elles atteignissent 6 milliards, soit 12 p. 100 des dépenses budgétaires, — un effort fiscal réprimant avant tout la fraude.

On laissait ainsi subsister un déficit que l'on estimait encore à 4 milliards et qui fut en réalité de 7 milliards. Sans toutes ces mesures cependant, le déficit eût été de près de 15 milliards.

Il apparut pourtant nécessaire dès le mois d'octobre 1933, d'achever l'équilibre — avant le vote du budget 1934 — Mais il y eut une succession de crises ministérielles au cours desquelles une contribution de 3 à 4 milliards fut apportée. Puis le vote de la loi du 19 février 1934 ouvrit au budget de 1934 des crédits en bloc, et autorisa le Gouvernement par son article 36 à prendre toutes mesures d'économie qu'exigeait l'équilibre budgétaire. En application de cet article, trois décrets intervinrent en juillet 1934 portant

réforme fiscale, tandis qu'un gros effort était tenté pour réduire les dépenses publiques. L'insuffisance encore manifeste de cet effort, la crise monétaire qui se déclancha, décida à faire accorder en 1935 au Gouvernement les pleins pouvoirs pour procéder à une réforme d'ensemble qui permît de ramener le « train de vie » de l'État au niveau de la situation économique créée par la crise.

C'était là en effet la seule solution possible. Pour rétablir l'équilibre budgétaire une compression des dépenses était indispensable car ainsi que le démontre M. Raphaël Albert dans la *Revue Politique et Parlementaire* du 10 juin 1933 « la politique d'assainissement restera chimérique » tant que les Pouvoirs Publics n'auront pas compris que « l'écart entre la masse budgétaire et les possibilités économiques du pays est inéluctable, mathématique, définitif.

« Soit 100 l'indice du volume budgétaire en 1913, l'indice or du même volume est aujourd'hui 280, il est même « 300 si l'on tient compte des charges locales et sociales.

« Rapprochons ces chiffres des possibilités économiques « que révèle la production, en regardant celle-ci comme le « signe du revenu national; l'indice de la production étant « figuré par le nombre 100, l'indice or actuel est à peine « supérieur à 100. L'écart entre la production et la masse « budgétaire est donc exprimé par le rapport 100 à 280 « ou 300, soit 70 p. 100. Crise, dira-t-on ? Non. Et voilà « l'erreur capitale. Ce n'est pas la crise qui crée le déficit et « accentue la crise. Celle-ci aura beau cesser, il sera vain « d'attendre de sa disparition le rétablissement automatique de l'équilibre budgétaire. Jamais, en effet, la production ni l'économie ne se hausseront jusqu'à l'indice

« budgétaire, parce que nous ne reverrons jamais l'effervescence de la fausse prospérité. »

A moins d'écraser l'économie sous le poids d'impôts il est impossible de couvrir la masse des dépenses à l'aide de ressources fiscales. Il n'apparaît même pas qu'à une augmentation de taxes puisse correspondre un accroissement de recettes. A cet égard les essais qui ont été faits entre 1930 et 1935 sont probants. La limite contributive du pays paraît être atteinte. Ainsi la situation se différencie profondément de celle de 1924. A cette époque la prospérité qui régnait avait permis de relever tous les impôts dans une très grosse proportion, et les recettes avaient immédiatement accusé, de larges plus-values. Aujourd'hui au contraire, il faut restreindre les dépenses, opération dont les difficultés immenses expliquent la lenteur du redressement.

D'une part en effet il existe toute une catégorie de dépenses à l'heure actuelle incompressibles. Les crédits militaires que les partis de gauche eux-mêmes ont cru bon de voter, ne peuvent faire l'objet de demandes sérieuses de diminution. Les dépenses de la dette qui constituent aussi un fardeau extrêmement lourd ne seront susceptibles d'un abaissement que quand le crédit public se sera amélioré au point de permettre de nouvelles conversions.

D'autre part la compression de l'autre catégorie de dépenses se heurterait à des obstacles politiques. De nombreuses propositions extra-parlementaires ont été émises dans cet ordre d'idée. M. Raphaël Alibert, dans l'article mentionné ci-dessus a donné un plan complet d'économies où il s'attaque aux « crédits sportulaires élevés » ouverts dans nos budgets. Il propose de réduire les subventions, de supprimer les indemnités calculées indépendamment des

allocations pour charges de famille, les dépenses d'intervention économique directes, la charge des assurances sociales.

Il suggère une réduction des dépenses d'assistance qui auraient dû être mise en harmonie avec la législation des pensions et des assurances sociales. Enfin il y ajoute un abattement de 20 p. 100 sur la dette viagère et une réduction des dépenses de traitements obtenue par une suppression, échelonnée sur un certain temps, des services et des postes inutiles.

Le Comité de Salut Économique propose de son côté une réduction de 9 milliards 600 de dépenses obtenue de façon analogue.

Des programmes aussi nets soulèvent de grandes difficultés politiques ; résistance des fonctionnaires, des retraités, des pensionnés, résistance aussi du Parlement qui malgré les avertissements a voté les assurances sociales et l'accroissement des dépenses d'assistance. De telles propositions de réduction conduiraient si elles étaient soumises à la Chambre à des impossibilités de votes.

Cependant, devant un déficit encore important que n'est parvenu à combler aucune mesure fiscale et en particulier la réforme de juillet 1934 de M. Germain Martin — qui, en revenant sur les dégrèvements trop largement accordés pendant la prospérité, et sur les abattements à la base, a cherché à élargir l'assiette des impôts, — en allégeant les taxes frappant le commerce et l'industrie a voulu réduire l'écart entre les prix de gros et les prix de détail et faire renaître l'activité économique — devant l'insuffisance de ces mesures, on revint en 1935 aux programmes d'économies rigoureuses que cinq années d'efforts n'avaient pu faire aboutir.

Il a fallu la spéculation à la baisse du franc que cette impuissance a déclanchée pour décider le Parlement à accorder les pleins pouvoirs demandés par le Gouvernement.

Le dilemme déflation budgétaire ou dévaluation monétaire a pris ainsi tout son sens. Le Parlement n'a pas voulu endosser la responsabilité de la deuxième et a préféré laisser au Gouvernement la responsabilité de la première.

B) *Déficit du Trésor.* — Si le déficit du budget constituait une première source très importante de sorties de fonds pour le Trésor, celui-ci eut en outre à couvrir provisoirement le déficit des organismes dont il assurait la Trésorerie. Par ailleurs, il eut à supporter les charges qui lui incombait en propre du fait des lois précédemment votées.

Le Trésor dut consentir des avances aux chemins de fer dont l'exploitation était à nouveau déficitaire. Quelles que soient les causes de ce changement de situation, qu'il faille l'imputer à des causes permanentes ou générales telles que le développement de l'automobile et les difficultés des réseaux à s'adapter à cette concurrence, ou à des raisons passagères et accidentelles telles que la crise et les erreurs commises pendant la prospérité (dépenses de personnel trop considérables, politique d'investissement abusive), le déficit du fond commun prit dès 1930 une ampleur alarmante :

En 1930.	1 milliard 237
En 1931.	2 — 624
En 1932.	3 — 681
En 1933.	3 — 978
	11 milliards 520

chiffre auquel « il convient d'ajouter le reliquat non rem-

« remboursé au Trésor des annuités des insuffisances des années
« 1921 à 1925 échues en 1924 (70 millions), 1930 (485 mil-
« lions), 1931 (467 millions), 1932 (413 millions). On arrive
« à un total de 13 milliards 356 au 30 avril 1934.

Sans doute ce déficit ne fut-il pas couvert de façon défi-
nitive par le Trésor mais celui-ci dut en assumer provisoire-
ment la charge en attendant d'être remboursé par les émis-
sions des Chemins de fer.

Il en fut de même des P. T. T. obligés de faire face à leurs
dépendances d'exploitation par des appels à l'épargne en 1931,
1932 et 1933.

Le Trésor eut également à combler le déficit des budgets
coloniaux.

Enfin il lui incombait théoriquement les charges sui-
vantes des emprunts à échéances massives.

Echéances à partir de 1931 (en millions).

	1931	1932	1933	1934
Obligations sexennales				
1925-1931	1.829	466	130	100
	16 févr.	16 févr.	16 févr.	16 févr.
	770	215	130	»
	15 août.	15 août.	16 avril.	
Obligations décennales				
Déf. Nat. 1922-1932 .	»	254	«	»
		1 ^{er} juil.		
Bons du Trésor 1924 .	208	277	348	5.976
	25 oct.	25 oct.	25 oct.	25 oct.
Bons du Crédit National				
6 p. 100, 1921.	494	493	492	49
	nov.	nov.	nov.	
Bons du Crédit National				
6 p. 100, février 1922.	»	1.726	»	»
		févr.		
Bons du Crédit National				
juillet 1922	»	»	»	990
				juil. remb.
				facultatif.
	<u>3.301</u>	<u>3.431</u>	<u>1.100</u>	<u>7.557</u>

Mais en vertu de l'article 4 de la loi du 7 avril 1930, modifié par l'article 73 de la loi du 31 décembre 1931, la Caisse prit à sa charge le remboursement des échéances massives en 1931 et 1932. En 1933, elle accepta à nouveau, à l'exception des Bons du Trésor 1924 et des Bons du Crédit National 1921 que ses disponibilités réduites ne lui permettaient pas d'assumer.

Ainsi le Trésor trouvait le moyen de se décharger d'autant aux dépens de l'amortissement qui aurait été effectué par rachat en Bourse. Mais dès lors que le Trésor était obligé d'emprunter pour rembourser cette dette, sans doute à des conditions assez onéreuses, il était préférable que la Caisse à l'aide de ses ressources fiscales, à l'aide aussi des Bons de la Défense dont elle l'a accru la circulation et dont l'intérêt était très réduit (2 1/2 p. 100) en assura les échéances.

A côté de ces dépenses dont la plus importante fut le déficit budgétaire, le Trésor a été chargé soit par des lois de 1931, soit par des lois ultérieures de faire face à des dépenses à la couverture desquelles ses avoirs de 19 milliards semblaient plus particulièrement destinés.

Dépenses d'ordre militaire : l'organisation défensive des frontières ;

Dépenses d'ordre économique et social : indemnités aux sinistrés des régions envahies ;

Les avances aux Habitations à Bon Marché ;

L'électrification des campagnes ;

Le Crédit agricole ;

Enfin l'outillage national.

L'outillage national et l'organisation des frontières constituant deux véritables budgets extraordinaires devant être financés exclusivement par le Trésor — la loi du

18 décembre 1931 a prévu pour le premier un crédit de 3 milliards 400 à prélever sur les ressources de Trésorerie, pour le second deux autres lois de 1931, un crédit de 2 milliards 500.

En outre la loi du 28 décembre 1931 prévoyait la création d'une caisse d'avances aux départements et aux communes destinée à la bonification des emprunts émis par les collectivités locales et dont les ressources étaient constituées entre autres par une avance de 300 millions du Trésor.

Si ces dépenses pouvaient être considérées comme un excellent moyen de retarder les effets de la crise en maintenant une activité économique saine, elles n'étaient pas suffisantes à empêcher les difficultés que certaines industries ou certaines banques rencontraient.

Aussi l'État, ne pouvant permettre la faillite d'entreprises dont la disparition eût soit porté atteinte au prestige national, soit profondément troublé la stabilité financière intérieure, chargea-t-il le Trésor d'accorder des avances temporaires à divers établissements : à la Transatlantique, à la Banque d'Alsace-Lorraine, à la Banque Nationale de Crédit... Enfin la coopération internationale conduisit les Pouvoirs Publics à ouvrir des crédits à certains gouvernements étrangers.

Ainsi de plus en plus le Trésor perdit à nouveau son rôle normal de caissier du budget pour devenir un dispensateur de fonds. Ceux-ci eurent diverses origines. Jusqu'au mois de mai 1932 le Trésor eut le bénéfice des réserves accumulées grâce aux plus-values budgétaires consécutives à la hausse des prix, résultat de la dévaluation monétaire. A ces ressources, comme nous l'avons vu, s'en ajoutaient d'autres en particulier les paiements des réparations non utilisées pour

le règlement de nos dettes de guerre. Ces réserves s'élevaient en 1929 à 18 milliards.

En 1930 la Trésorerie eut encore une grande aisance, mais M. Chéron déclarait le 5 février 1930 devant la Commission Financière à la Chambre, que, sur ces 19 milliards, 12 avaient d'ores et déjà une affectation. Le principe d'un plan d'outillage national financé par le Trésor avait été adopté, des crédits supplémentaires afférents à l'exercice 1929 avaient été ouverts; les paiements en espèces, restant à faire aux sinistrés, confiés au Trésor.

Déjà les avances aux Chemins de fer, aux H. B. M. au Crédit agricole, des dépenses relatives aux déficits inhérents aux premiers mois de l'année, le remboursement de l'emprunt Kreuger, avaient ramené les avoirs du Trésor de 19 à 12 milliards, entre le 31 décembre 1929 et le 1^{er} mai 1930. Les engagements des dépenses précédentes avaient utilisé le reste.

En 1931, on assista au dégonflement de ces avoirs et le Trésor dut, pour ne pas recourir à des émissions de bons, procéder à la mobilisation des sommes investies dans les emplois productifs à court terme : cessions de devises consenties quelques années auparavant aux Chemins de fer et aux Compagnies de Navigation, prêts aux organismes d'intérêt économique et social, avances à la deuxième section du budget des P. T. T., avances à l'Algérie, à diverses colonies, aux Chemins de fer de l'État. Ces mobilisations étant faites, soit par emprunts, soit par avances à la Caisse des Dépôts.

En 1932 réapparurent les émissions de Bons du Trésor bien que les mobilisations auprès de la Caisse des Dépôts se poursuivissent encore. Même chose en 1933.

A cet égard les bilans du Trésor sont particulièrement instructifs.

	31 déc. 1931.	31 déc. 1932.	31 déc. 1933.	en + de 1932	en — à 1933.
<i>Actif :</i>					
Disponible	2.861	748	730	»	18
Réalisable à brève échéance	6.825	4.958	2.920	»	2.038
A terme	6.115	6.635	7.040	405	»
	<u>15 801</u>	<u>12 341</u>	<u>10.690</u>		
<i>Passif :</i>					
Bons du Trésor. .	1	9.861	10.425	264	»
Dépôts au Trésor .	16.193	15.653	13.024	»	2.589
Charges du Trésor.	6.500	4.547	2.923	»	1.624
	<u>22.694</u>	<u>30.060</u>	<u>26.112</u>		

Dans ces bilans :

Le disponible représente l'encaisse en franc à la Caisse Centrale du Trésor et à la Banque de France — l'encaisse en devises.

Entre 1931 et 1934 le disponible s'est considérablement réduit.

Le réalisable à brève échéance représente les avances du Trésor facilement récupérables soit par mobilisation auprès de la Caisse des Dépôts; avances d'intérêt social (H. B. M.), Crédit Immobilier, Crédit agricole), soit par emprunt émis par les collectivités débitrices : P. T. T., Chemins de fer. Même dégonflement.

Le réalisable à terme représente des avances que le Trésor ne pourra vraisemblablement pas récupérer avant une longue période : avances à des Gouvernements étrangers, à des établissements de crédit, au fond commun des Chemins de fer (ce poste s'accroît puisque le Trésor fait face aux services des emprunts émis pour couvrir le déficit de 1921 à 1925).

Au passif : Les dépôts du Trésor représentent le passif permanent du Trésor, ils se composent :

Des dépôts des trésoriers payeurs généraux, des départements et des communes.

Des dépôts du service des chèques postaux.

Des dépôts de la Caisse des Dépôts et de la Caisse Autonome.

La diminution de ce compte tient aux circonstances.

Enfin les charges du Trésor sont des dépenses de caractère budgétaire imputées à la Trésorerie, les indemnités en espèces aux sinistrés, l'organisation défensive des frontières, les sépultures militaires, les trains d'outillage national.

Ces dépenses ont été fortement comprimées au cours des années 1932 et 1933.

Mais dans ces divers bilans ne figurent ni les opérations proprement budgétaires effectuées pour le compte de la métropole ou des colonies, ni les échéances massives de la dette à moyen terme qui normalement doivent faire l'objet de consolidation et dont une partie a été supportée par la Caisse Autonome.

En définitive de 1931 à 1934, l'actif disponible et réalisable du Trésor a subi une réduction de plus de 5 milliards, tandis que son passif s'est accru, en partie en raison des Bons Ordinaires qui ont compensé les importantes sorties de fonds auxquelles a dû faire face le Trésor. Les avoirs de 19 milliards sont aujourd'hui à peu près épuisés, les sommes de 2 milliards 920 figurant au poste réalisable à brève échéance n'étant plus susceptibles de mobilisation immédiate à la suite des refus de la Caisse des Dépôts de couvrir le Trésor des avances d'intérêt social.

Aussi bien pour couvrir ses débours, le Trésor a-t-il

été obligé de recourir de plus en plus au marché à court ou à long terme.

Au début de 1934, la gravité de la situation rappelait celle de 1924, les bons ne se renouvelaient plus. M. Germain Martin pouvait écrire en février 1934 une phrase qui pourrait se rapporter aussi bien à dix années en arrière.

« En réalité cette courte période a illustré de façon saisissante ce qui fait, le cas échéant, la faiblesse d'une Trésorerie, à savoir, qu'à partir du moment où l'État, pour avoir toléré un budget en déséquilibre, s'endette notamment à court terme, au delà de la mesure raisonnable, alors ce qui doit normalement constituer un facteur de ressources pour le Trésor, à savoir les bons ordinaires, risquent de devenir un facteur de dépenses par suite des demandes de remboursement. Cette indication suffit à faire comprendre combien tout relâchement dans la gestion des Finances Publiques, surtout à une époque aussi fertile que la nôtre en événements exceptionnels, peut soudainement exposer à une crise redoutable, la Trésorerie de l'État qui au lieu de faire face avec ses ressources propres, celle de la dette flottante, aux seules échéances budgétaires, se voient non seulement démunis de moyens mais aux prises avec des décaissements considérablement accrus. »

Ainsi après quatre années, dont deux seulement d'emprunt auprès du public, puisque ce n'est qu'à partir de 1932 que l'État a commencé à faire appel aux ressources extraordinaires, ont surgi des difficultés de Trésorerie analogues à celles rencontrées au cours des années 1923 et 1924 pour des causes analogues : déficit budgétaire, déficit du Trésor. Ces difficultés se sont seulement fait jour plus rapidement, ont revêtu une gravité plus grande parce que le pays avait

gardé le souvenir des conséquences que l'impuissance des Pouvoirs Publics à rétablir l'équilibre des recettes et des dépenses pouvait entraîner. Aussi bien le crédit de l'État a subi une baisse à peine interrompue par quelques périodes d'un retour à la confiance. L'épargnant s'est montré réservé et le Trésor a dû recourir à des emprunts dont la structure dans l'ensemble rappelle en de nombreux points celle des émissions de 1921 à 1924.

II. — LA POLITIQUE D'EMPRUNT

Les emprunts émis furent nombreux et divers. Mais ils comportèrent des traits communs caractéristiques dus à l'affaiblissement du crédit public et au déficit budgétaire.

Deux catégories d'émissions peuvent être distinguées. Les unes ont eu pour but de couvrir l'insuffisance des ressources fiscales, les autres d'alléger la charge de la dette.

Ainsi qu'il a été dit, jusqu'en 1932, aucune émission n'eut lieu dans le public, les avoirs du Trésor firent face aux dépenses tandis que les avances de la Caisse des Dépôts et Consignations prenaient une importance de plus en plus grande. Nous verrons plus loin les causes de l'extension considérable du rôle de la Caisse des Dépôts, l'appui très efficace qui en est résulté pour le Trésor et les modalités qu'ont revêtues les avances. D'après un renseignement obtenu de la Caisse elle-même, ces avances en mai 1935 s'élevaient environ à 13 milliards.

Mais à côté de ce moyen direct et discret d'obtenir des crédits que d'ailleurs en principe la Caisse des Dépôts a eu la plus entière liberté d'accorder ou de refuser, le Trésor pour se procurer de l'argent frais a eu recours au marché des capitaux et au marché monétaire à partir de 1932.

La loi du 8 avril 1932, a autorisé le Trésor à émettre des obligations 4 1/2 p. 100 amortissables en trente ans pour financer les travaux d'outillage national de la loi du 28 décembre 1931. Les décrets et arrêtés du 9 juin ont fixé les modalités de cet emprunt qui a procuré 3.476 millions. Puis se sont succédés des emprunts avec affectation spéciale des Chemins de fer et des P. T. T.

La loi du 9 mars 1933 a autorisé l'émission des 10 milliards d'obligations pour couvrir à titre définitif l'insuffisance des exercices 1930-1931-1932. En vertu de ce texte, trois émissions ont eu lieu : la première en mars d'obligations 4 1/2 p. 100 amortissables en soixante ans, produit 5.176 millions. La deuxième en juillet de bons 4 1/2 p. 100 remboursables en bloc à dix ans, produit 3.349 millions. La troisième en novembre de bons 5 p. 100 remboursables à terme unique à cinq ans, produit 1.594 millions.

La loi du 23 décembre 1933 a encore autorisé le Ministre des Finances à procéder au cours de l'année 1934, en vue d'alléger la dette flottante, en fait pour subvenir directement aux besoins du Trésor, à des émissions de rentes ou de valeurs du Trésor dans les limites d'un montant nominal de 10 milliards.

En vertu de cette loi trois nouvelles émissions ont eu lieu : l'une en janvier de Bons du Trésor 5 p. 100 à 5-10-15 ans, produit 4.185 millions. L'autre en juillet d'obligations du Trésor 4 p. 100 remboursables en cinquante ans dont une partie seulement pouvait être souscrite en numéraire. Enfin la dernière en octobre de bons du Trésor 4 1/2 p. 100 à 3-6-10 ans.

Ainsi 6 émissions se sont succédées en deux ans représentant un total de près de 40 milliards, auxquelles il faut joindre les emprunts annuels des P. T. T. et des Chemins de fer.

En plus de ces emprunts à long et à moyen terme, le Trésor a fait appel au marché monétaire par l'émission de bons ordinaires. La circulation de ces bons de un mois à un an avait été limitée à 5 milliards par la loi du 7 août 1926. Cette limite fut portée à 7 milliards par la loi du 20 juillet 1932, à 9 milliards par celle du 17 septembre 1932, à 14 milliards par celle du 30 décembre 1932 — non compris, 1.640 millions de Bons Algériens autorisés par la loi du 22 juillet 1932. La loi du 23 décembre 1933 a ramené la limite d'émission à 12 milliards à la date du 31 mars 1934, puis à 10 milliards à la date du 30 septembre 1934, — les bons Algériens ayant été définitivement apurés en juillet 1934.

C'est cette même limite de 10 milliards qui a été portée à 15 milliards par le vote de la loi de février 1935.

Voici quel a été depuis le début de la législature jusqu'en fin 1934 le montant des bons existants à la fin de chaque mois (en millions).

	1932	1933	1934
Janvier	»	10.086	8.963
Février	»	10.805	8.680
Mars	»	10.439	9.340
Avril	»	10.117	10.460
Mai	4.000	11.894	12.102
Juin	4.400	13.482	12.082
Juillet	4.400	14.787	11.507
Août	4.375	14.481	11.407
Septembre	5.075	14.736	10.021
Octobre	5.045	14.189	9.925
Novembre	8.537	11.538	9.828
Décembre	9.776	10.125	9.744

Il est assez curieux d'observer qu'en fin 1933 et au début 1934, malgré les besoins pressants du Trésor, la circulation des Bons a fléchi dans une proportion importante. Cette

diminution, dont les dangers ont été décrits par M. Germain Martin, dans le passage qui a été rapporté ci-dessus, a reflété les troubles politiques et les scandales financiers qui ont eu lieu durant ces mois. Pour faire face à ces retraits le Trésor a dû se faire consentir une ouverture de crédit de 1 milliard en janvier auprès des banques anglaises.

Cet appel aux ressources étrangères ne fut d'ailleurs par le seul. En 1933, afin de bénéficier du taux extrêmement réduit de l'argent à court terme sur le marché de Londres, le Trésor a procédé à un emprunt de 30 millions de livres à 2 1/2 p. 100.

Si grâce à ces émissions l'État a pu obtenir les sommes qui lui étaient nécessaires pour combler le double déficit du budget et du Trésor, une seconde catégorie d'emprunts a été lancée pour réduire la charge de la dette. Le premier s'est rapporté à la conversion de septembre 1932, le second à la consolidation des Bons Clémentel échéant en 1934.

Après la période de consolidation et d'amortissement, après les deux petites opérations de conversion de 1929 et 1930, logiquement la conversion de la Dette Publique aurait dû avoir lieu en mai 1931. Elle aurait été l'aboutissement et le couronnement du redressement financier, qui, en 1931, avait conduit à une extrême abondance de fonds : les rentes 4 p. 100 1917 s'étaient largement tenues au-dessus du pair et avaient rejoint les fonds 5 p. 100 et 6 p. 100 convertibles, le budget et le Trésor étaient intacts, la prospérité économique régnait encore en France.

Une double raison l'a fait différer ; d'une part les conversions ne sont pas populaires, il a semblé inopportun, avant les élections générales de 1932, d'amputer les épargnants d'une partie de leurs revenus ; par ailleurs l'amputation

aurait été d'autant plus mal acceptée qu'elle eût été plus proche de la stabilisation de 1928 où les capitaux prêtés avaient été eux-mêmes réduits des 4/5^e.

En 1932 les circonstances paraissaient peu opportunes : le déficit du budget s'était accentué, la Trésorerie commençait à être en difficulté. On ne voyait pas comment réaliser l'équilibre financier et cette perspective ne laissait pas que d'alourdir les cours. Enfin la crise économique se faisait sentir amenuisant les revenus. Aussi bien la conversion ne fut-elle plus présentée comme le couronnement de l'effort de redressement, mais comme l'amorce d'un nouvel assainissement.

Pour dangereuse cependant qu'elle apparaissait, la conversion dès le printemps 1932 était nécessaire pour permettre d'équilibrer le budget et possible parce que le crédit public n'était pas ébranlé. Elle fut préparée minutieusement. Le Trésor amassa des fonds, la Caisse des Dépôts poursuivit ses achats de rentes sur le marché et la Caisse Autonome ses rachats. D'autre part les émissions des Chemins de fer et des P. T. T. furent différées afin de ne pas peser sur les cours. Dès le mois d'août une hausse était enregistrée et le cours des fonds publics se rapprochait du pair.

Il restait à déterminer les modalités exactes de l'opération et à prendre les précautions indispensables.

Quant à la masse à convertir, deux solutions étaient possibles : ou bien convertir le total des rentes soit 87 milliards, ou bien convertir seulement les rentes 7 et 6 p. 100. Pour la solution réduite, il y avait un argument, l'accroissement énorme des risques que présentait l'incorporation du 5 p. 100 dans l'opération. Pour la solution élargie, deux considérations s'imposaient : la conversion du 5 p. 100 n'exigerait qu'un très faible sacrifice des porteurs, d'autre

part il en résulterait une économie très importante pour le budget. Cette dernière considération fut déterminante et M. Germain Martin affronta les risques de l'opération.

Quant au taux on pouvait choisir entre le 4 et le 4 1/2 p. 100. Le 4 p. 100 était tentant mais était risqué, de plus l'opération eût été moins simple car elle eût dû se faire au-dessous du pair. Aussi bien adopta-t-on le 4 1/2 p. 100.

Les précautions prises visaient à diminuer les demandes de remboursements et à y faire face. Certaines mesures furent adoptées au bénéfice des petits rentiers. Ceux-ci avaient la possibilité d'échanger leurs titres de rentes perpétuelles contre des titres de rentes viagères. Les propriétaires des titres 3 et 4 p. 100 1917, 4 p. 100 1918, 5 p. 100 1915-1916, et 6 p. 100 1920, âgés de soixante ans au moins et qui justifieraient n'être pas inscrits au rôle de l'impôt général sur le revenu de l'année 1932, pouvaient demander l'échange, contre des rentes viagères, de leurs titres à condition que ceux-ci aient été acquis avant le 30 novembre 1920. La Caisse Autonome, par une convention passée avec le Ministre des Finances, se chargeait de l'échange. Les rentes étaient reprises à 110 p. 100 de leur valeur nominale et les rentes viagères calculées d'après le tarif de la Caisse Nationale des Retraites. L'État devait verser chaque année à la Caisse d'amortissement une somme égale à la différence entre le montant total des rentes viagères remises en paiement et le montant des rentes viagères qui auraient pu être constituées à l'aide du capital nominal des rentes échangées.

Vis-à-vis des capitalistes avertis qui auraient pu demander le remboursement de leurs titres et racheter après coup de la rente 4 1/2 p. 100 dont ils escomptaient la baisse, on

rusa. On ne fixa pas la date à laquelle les titres étaient remboursables.

Enfin pour faire face aux remboursements éventuels on admit des souscriptions en argent frais. On procéda à des émissions de Bons du Trésor ordinaires et l'on chargea la Caisse Autonome d'assurer le paiement des primes de remboursement des rentes convertibles 6 p. 100 1927 et des Bons du Trésor 7 p. 100 1927.

Afin de faciliter pour l'État les opérations d'échanges, deux tranches de rentes 4 1/2 p. 100 furent émises :

La tranche A provenant de la conversion des rentes 5 p. 100 1915-1916 et du 6 p. 100 1920 et des souscriptions en argent liquide en application de l'article 2 de la loi du 17 septembre 1932 ;

La tranche B provenant de la conversion des rentes 6 p. 100 1927, 5 p. 100, 1928, des Obligations 6 p. 100 1927 et des Bons du Trésor 7 p. 100 1927.

Les résultats de l'opération dépassèrent les prévisions. 4 milliards 1/2 furent demandés en remboursement et il y eut près de 3 milliards de souscriptions nouvelles. Au total les débours ne s'élevèrent donc qu'à 1 milliard 1/2 chiffre inférieur à 2 p. 100 du total de la conversion. En outre cette émission réduisit le nombre des coupures en circulation de plus de moitié ; les échéances de la dette étaient organisées plus harmonieusement. Les rentes perpétuelles 1915-1916-1917 et 1920 étaient supprimées.

Peut-être en dehors de l'époque et des modalités techniques particulièrement bien choisies qui ne laissaient qu'un très court délai aux porteurs pour demander le remboursement, faut-il attribuer ce succès à la certitude du pays

que le sacrifice qu'il consentait serait compensé par l'équilibre complet du budget — les risques de dépréciation monétaires disparaîtraient.

En fait l'assainissement financier ne fut pas poursuivi avec la vigueur escomptée, le 4 1/2 p. 100 tomba bientôt au-dessous du pair : en décembre 1932, il n'était plus coté que 93,43, en mars 1933, 80, 65, en juin 77,65. L'épargnant et le contribuable apparaissaient ainsi les seuls à avoir fait les frais d'un redressement auquel les bénéficiaires du budget ne voulaient pas contribuer. Le crédit public s'affaiblit.

Ce fait était d'autant plus regrettable que le Trésor avait à faire face, en septembre 1934, aux échéances des Bons Clémentel 1924, des Bons du Crédit National, et de l'emprunt aux États-Unis des trois villes : Bordeaux, Lyon, Marseille, et qu'à la suite du refus de la Caisse Autonome d'en supporter la charge, la consolidation était nécessaire.

Cette consolidation fut prévue par la loi du 23 décembre 1933 qui autorisa le Ministre des Finances à procéder à des opérations de consolidation facultatives pour le porteur de la dette publique à moyen terme venant à échéance en 1934.

Deux emprunts y firent face : les Obligations du Trésor 4 p. 100 remboursables en cinquante ans émises en juillet 1934 et les Bons du Trésor 4 1/2 p. 100 à 3-6-10 ans.

Au premier étaient admises des souscriptions en Bons Clémentel sans limitation repris à 750 francs par bon de 500 francs plus 6,50 pour les intérêts échus — et des souscriptions en numéraire pour un montant limité à 3 milliards. Les soucripteurs en Bons Clémentel devaient en tout état de cause verser au Trésor les sommes nécessaires pour parfaire le montant de leurs souscriptions. C'était rompre avec les habitudes instaurées depuis 1926 où le Trésor au con-

traire, dans toutes ses consolidations, remettait la différence aux porteurs. La situation financière difficile n'autorisait plus l'usage d'une telle modalité .

Ce même système fut appliqué lors de l'émission des Bons du Trésor 4 1/2 p. 100 en septembre 1934. La valeur de reprise des Bons Clémentel était fixée à 762 fr. 50 (750 francs en capital + 12,50 d'intérêts courus au 25 octobre 1934) par bons de 500 francs de capital nominal.

Les résultats de ces deux emprunts furent les suivants (en millions) :

Obligations 4,5 p. 100 à 50 ans	5 100
2.100 en Bons Clémentel.	
3.000 en numéraire.	
Bons 4,5 p. 100 1934 3-6-10 ans , . .	8.770
2.688 Bons Clémentel 1924.	
1.000 emprunt des trois villes.	
0,500 Bons du Crédit national.	
4.582 numéraire.	

Répercussion sur le montant de la dette publique. —

En dépit des amortissements opérés pendant cette période, la dette publique a subi les contre-coups de ces emprunts répétés (voir tableau p. suivante).

Ainsi au cours de l'année 1932 la dette publique s'est accrue de 17 milliards, augmentation provenant essentiellement de la dette flottante et de la dette amortissable. Si l'on néglige la conversion qui n'a que peu contribué à accroître la dette, l'élévation de la dette amortissable provient de l'émission de mai 1932.

En 1933 cette progression a continué. Mais elle n'a pas porté sur la dette flottante qui est en regression à la suite des remboursements des Bons de la Défense Nationale (du 31 décembre 1932 au 31 décembre 1933 la circulation

des bons a passé de 28.385 millions à 26.447 millions) et en raison de la diminution du poste « dépôts du Trésor ».

Elle provient essentiellement de l'augmentation de la dette amortissable et de la dette à échéances massives. Au total la dette publique s'est accrue en 1933 de 10.820 millions.

Évolution de

	31 DÉCEMBRE 1931	31 DÉCEMBRE 1932	PAR RAPPORT à l'année précédente	
			en +	en -
Dette perpétuelle	95.430	52.336	»	43.094
Dette amortissable	111.197	160.701	49.504	»
Dette à court terme et à échéances massives, flottante	19.153	15.824	»	3.329
	40.651	52.434	11.783	»
Dette commerciale extérieure. .	4.658	4.191	»	0.467
Dette des P. T. T.	2.656	5.401	2.745	»
	273.735	290.877	64.032	46.142
			en + 17.142	

Nous ne possédons pas encore de chiffres de la dette publique au 31 décembre 1934. Cependant d'après les données du rapport de M. Baréty sur le budget du Ministère des Finances de 1935 il résulte qu'au 31 août la situation de la dette publique intérieure était la suivante :

		Par rapport à l'année 1933	
		en +	en -
Dette perpétuelle.	51.933	»	401
— amortissable	178.844	9.540	»
— moyen et court terme	22.302	2.509	»
— flottante	53.929	5.262	»
	307.008	17.311	401

Il y a donc eu en huit mois un accroissement de 17 milliards de la dette en 1934 dû à la dette amortissable (émissions d'obligations — emprunts auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations pour les dépenses d'intérêt social) à la dette à échéances massives enfin à la dette flottante.

1931-1933.

	31 DÉCEMBRE 1932	31 DÉCEMBRE 1933	PAR RAPPORT à l'année précédente	
			en +	en —
détuelle	52.336	52.134	»	202
ortissable	160.701	169.304	8.603	»
urt terme et à échéances	15.824	19.793	3.969	»
s flottante.	52.434	48.667	»	3.767
merciale extérieure.	4.191	4.056	»	135
P. T. T.	5.401	7.753	2.352	2
	290.877	301.707	14.924	4.104
			en + 10.820	

Soit en trois années une augmentation de :

Pour 1932.	17.142
Pour 1933.	10.820
Pour 1934.	17.311
	<u>45.273</u>

45 milliards imputables exclusivement au déficit budgétaire et au déficit du Trésor .On conçoit que dans de telles conditions la structure des emprunts ait dû présenter des caractères assez particuliers.

b) *Caractéristique de la politique d'emprunt.* — La politique d'emprunt se caractérise d'une part par un déve-

loppement considérable des avances de la Caisse des Dépôts et Consignations, d'autre part par la baisse du crédit public. Celle-ci a eu des répercussions sur la dette flottante et a conduit récemment à un nouvel aménagement du marché monétaire.

Les avances de la Caisse des Dépôts. — Après la guerre, s'est fait sentir la nécessité de perfectionner l'équipement de la nation. L'exode des campagnes vers les villes avait rendu indispensable une amélioration des conditions de la vie rurale tandis que l'accroissement de la population urbaine posait un problème particulièrement urgent du logement et de la salubrité .

Les difficultés financières n'ont pas permis jusqu'en 1928 de mettre à réalisation les désirs des gouvernements mais dès que les plus-values budgétaires apparurent, dès que le Trésor disposa d'avoirs importants, les lois votées à partir de 1922 reçurent une application de plus en plus étendue ; des crédits furent ouverts de façon très libérale pour l'électrification des campagnes, l'adduction d'eau, le crédit agricole, les habitations à bon marché et à loyers moyens.

Quand la crise commença à sévir et que les avoirs du Trésor furent épuisés il fallut assurer le paiement des dépenses engagées. Les ressources dont disposait la Caisse des Dépôts semblaient susceptibles d'y faire face.

Au cours des années récentes la masse des capitaux que la caisse gérât s'était considérablement accrue. Le développement des interventions de l'État dans le domaine des assurances facultatives et obligatoires, en particulier la loi sur les assurances sociales, avait provoqué un afflux de fonds à la caisse. Par ailleurs, l'élévation du plafond des dépôts dans les caisses d'épargne, résultat tardif de la dépré-

ciation monétaire, avait d'autant plus augmenté le montant des dépôts que la chute des cours de Bourse et la crise avaient incité l'épargne à s'écarter du marché de l'argent.

Cette masse de fonds qui s'élevait à près de 80 milliards posait un problème technique de placement difficile à résoudre.

S'il importait en effet de lui conserver une liquidité suffisante pour faire face à des retraits éventuels que la nature même des dépôts, la plupart à vue ou à court terme, rendait possible, il fallait par contre assurer à ces fonds un certain rendement. La Caisse versait un intérêt aux capitaux qui y étaient déposés, en contre-partie elle devait s'efforcer de trouver des placements productifs et sûrs.

A cet égard une distinction était nécessaire. S'agissait-il des dépôts des Caisses d'Épargne, la conservation de leur valeur nominale était essentielle, et les intérêts servis n'avaient qu'une importance relative du fait que ces intérêts dépendaient de ceux que la caisse trouvait sur le marché : la sécurité du placement primait.

Pour les fonds des assurances sociales au contraire la productivité du placement l'emportait sur la sécurité parce que le paiement des pensions était calculé suivant un taux de capitalisation indépendant du taux du marché et de ses vicissitudes. La Caisse était contrainte de trouver des placements qui permissent à l'État d'assurer le versement des rentes promises.

Ce double problème de productivité et de liquidité fut résolu en répartissant de façon aussi judicieuse que possible les placements à court et à moyen terme et les placements à long terme.

Autrefois les principaux emplois à court terme résidaient dans les comptes-courants au Trésor et à la Banque de

France. Depuis quelques années la Caisse est intervenue sur le marché monétaire. Elle pratique le report en Bourse les prêts sur titres, l'escompte et le réescompte des effets d'États ou d'organismes publics. Le placement le plus productif et également le plus sûr serait sans doute l'achat du papier de commerce parce que, de cette façon, serait assurée la multiplicité des débiteurs. Mais afin de ne pas faire concurrence aux établissements de crédit, la Caisse s'est jusqu'ici interdit cette opération.

Quant aux placements à long terme, une comparaison avec les banques de dépôts conseillerait de leur donner un moins grand développement. Cependant le taux d'intérêt élevé servi aux déposants de caisse d'épargne les impose. Si les sommes les plus importantes sont encore placées en valeurs d'État, depuis 1931 la Caisse a été autorisée à procéder à des achats de valeurs industrielles et d'immeubles. Il est seulement à craindre que, ces achats prenant quelque extension, la Caisse n'arrive à exercer un contrôle absolu sur un certain nombre de sociétés anonymes et sur le marché immobilier. Outre les aléas qu'elles comportent, ces participations présentent un caractère nettement collectiviste.

Aussi bien parut-il plus logique de faire contribuer la Caisse à l'activité de l'État. L'origine même des fonds y incitait car on restituait à l'économie les sommes qui y avaient été soustraites. Par ailleurs les besoins du Trésor l'exigeaient.

Ces avances cependant, autant qu'il est possible de le savoir, se sont strictement limitées à l'application des différentes lois sociales votées depuis la guerre.

La loi sur les habitations à bon marché du 5 décembre 1922, modifiée par la loi Loucheur du 13 juillet 1928, et celle du 28 juillet 1930, a prévu que l'État sur la désignation

d'une commission instituée auprès du Ministre de la Santé Publique, accorderait des prêts aux divers offices et sociétés au taux de 2 p. 100 pour les habitations à bon marché et de 4 p. 100 pour les logements à loyer moyen. Ces prêts pouvaient être consentis soit directement par le Trésor, soit par la Caisse des Dépôts pour le compte de l'État. Jusqu'en 1930, le Trésor n'a pas eu recours à la Caisse, mais à partir de cette date il a demandé à la Caisse de lui rembourser ses avances et de les prendre à sa charge.

La loi du 2 août 1923 sur l'électrification des campagnes a fixé à 600.000 les prêts à consentir par l'État à la Caisse Nationale de Crédit agricole, et celle du 30 mars 1929 a autorisé le Ministre des Finances à se procurer des fonds auprès de la Caisse des Dépôts.

Des lois analogues concernant le crédit agricole, l'adduction d'eau, la réparation des chemins vicinaux, ont donné la possibilité au Ministre des Finances de recourir à un procédé semblable.

Ainsi le Trésor a accordé des prêts à taux réduit à divers organismes. Jusqu'en 1930 il a pu généralement y faire face à l'aide de ses ressources propres. Depuis, la Caisse des Dépôts a fourni la majeure partie des fonds. Ou bien elle a mobilisé les avances déjà faites, ou bien elle a accordé des avances nouvelles. Celles-ci sont représentées par des titres d'annuité amortissables le plus souvent en vingt-cinq ans, comportant des intérêts réglés chaque trimestre à un taux fixé suivant le rendement moyen des placements à long terme effectués par la Caisse au cours du trimestre précédent pour son propre compte ou pour le compte de la Caisse Nationale des Retraités et des Caisses d'Épargne ordinaires ou postales. Il n'y a d'exception que pour les avances au crédit agricole qui sont représentées par des

titres d'annuités amortissables en dix ans portant un intérêt inférieur de 0, 50 p. 100 à celui des placements de la Caisse.

Dans ces divers cas le Trésor supporte la différence entre l'intérêt qu'il paye à la Caisse et l'intérêt qu'il reçoit.

Ces avances ont pris un très grand développement. Au 31 décembre 1933 les avances s'élevaient à

5.087 millions pour Soc. H. B. M.	sur lesquels 3.959	} avaient	
1.387 — log ^t à loyer moyen	— 612		} été
4.022 — au profit Crédit immob.	— 4.864		

Le Trésor ayant demandé à rentrer dans ses avances, le montant couvert par la Caisse atteignait le même chiffre.

Si on y ajoute les avances consenties aux départements et aux communes pour l'adduction d'eau, aux entreprises d'énergie électrique, enfin aux sinistrés du Midi, on atteint la somme de 13 milliards au 15 mars 1935.

Que faut-il penser de ces avances ?

Elles ne sont avantageuses pour l'État que dans la mesure où elles le dispensent de recourir au marché des capitaux. Le crédit public ne subit ainsi aucune atteinte. Mais cet avantage précisément a sa contre-partie : la facilité très grande avec laquelle les Gouvernements peuvent se procurer des fonds les incite à engager des dépenses, à accorder des crédits dont ils ne supportent qu'une différence d'intérêt, sans prévoir la façon dont ils feront face aux annuités et aux échéances. Le danger réside dans l'accroissement de la dette publique remboursable par annuités.

Pour la Caisse des Dépôts, ce mode de placement ne semble comporter que des inconvénients. Il constitue une véritable immobilisation impossible à négocier alors que les autres titres privés ou publics peuvent être aisément vendus en Bourse. Dans les circonstances actuelles, il apparaît

même qu'il risque d'amener la consolidation des prêts à court ou moyen terme consentis sous forme d'avances en prêts à long terme, et de diminuer ainsi la liquidité de la caisse.

En effet, les remboursements sont insuffisamment déterminés. Au lieu d'être effectués sur ressources budgétaires il est à craindre qu'ils le soient au moyen d'émissions d'emprunts et aujourd'hui où la thésaurisation sévit des souscriptions ne peuvent provenir que des sources suivantes.

1^o Ou bien les souscripteurs présentent des Bons de la Défense au remboursement. Dans ce cas la Caisse Autonome se voit exercer une pression dont la Caisse des Dépôts ne subit pas les effets.

2^o Ou bien les souscripteurs procèdent par arbitrage entre rentes anciennes et rentes nouvelles. Dans ce cas la baisse des cours entraîne une diminution de l'actif de la Caisse des Dépôts; par ailleurs pour éviter les conséquences que cette baisse ne manquerait pas d'entraîner, l'État pourra demander à la Caisse d'opérer des achats sur le marché. En fin de compte l'opération s'analysera non pas comme un remboursement, mais comme une consolidation.

3^o Un résultat analogue sera obtenu si les particuliers souscrivent à l'emprunt en retirant leurs dépôts à vue dans les Caisses d'Épargne, ces retraits agissant immédiatement sur l'actif liquide de la Caisse.

Au fond, ces inconvénients propres aux avances de la Caisse des Dépôts se rattachent à un facteur beaucoup plus général : la liaison de fait qui existe entre le crédit public et la Caisse, de par la nature des placements, fait dépendre la liquidité de cette dernière de la politique financière. De même qu'à la suite d'une conversion ses revenus se trouvent

réduits, de même toute fluctuation de cours porte atteinte à la valeur nominale des capitaux détenus. Que les épargnants s'inquiètent, qu'ils retirent leurs fonds des Caisses d'Épargne, et la Caisse sera contrainte de liquider une partie de son portefeuille. Ces ventes massives de titres conduiront à un affaissement des cours et à des pertes de réalisations telles que la Caisse pourrait ne plus être en état de faire face à ses engagements.

Sans doute un remède a-t-il été trouvé dans la diversité des placements et dans les achats de valeurs industrielles, mais il y a là un danger politique de collectivisation qui jusqu'ici a empêché la Caisse de donner à ses opérations une très grande ampleur.

Le seul remède efficace consisterait à diminuer les fonds gérés soit en rendant une plus grande liberté aux Caisses d'Épargne, soit en supprimant le système de la capitalisation en matière d'assurances sociales. Il ne semble pas que les Pouvoirs Publics soient disposés à opérer les réformes nécessaires, et l'évolution suivie par la Caisse n'est que l'une des manifestations de l'État Providence, conception à laquelle le pays et le Gouvernement paraissent encore attachés.

Il importe d'ailleurs d'observer que si la Caisse n'est pas maîtresse de l'importance des ressources dont elle dispose, elle est absolument libre dans le choix de leur placement, elle peut refuser à l'État de lui accorder les avances qu'il sollicite. Ce refus n'est pas théorique puisqu'en 1933 elle a fait savoir qu'elle ne serait pas en mesure de mettre à la disposition du Trésor les crédits qu'elle lui avait consentis au cours des années précédentes. La diminution des dépôts dans les Caisses d'Épargne que l'incertitude financière et

monétaire avait provoquée, incitait la Caisse des Dépôts à maintenir sinon à accroître sa liquidité.

Aussi, quoi que le financement des dépenses d'ordre social ait été en grande partie assuré par la Caisse, et ait bien été un des caractères essentiels de la politique d'emprunt de cette période, le Trésor n'a-t-il pu y voir qu'un procédé temporaire et aléatoire de se procurer des ressources. Les appels au marché des capitaux sont toujours restés le moyen le plus sûr de trouver des fonds.

Caractères onéreux de la politique d'emprunt. — Les modalités techniques et le coût des émissions ont été dans une large mesure à la fois la cause et la conséquence de l'évolution subie par le marché des capitaux. Si jusqu'en 1932 cette évolution a résulté de la crise économique, à partir de cette date, elle a été commandée surtout par la politique financière adoptée par les Pouvoirs publics.

Évolution des marchés des capitaux. — De 1930 à 1932, on constate que le taux d'intérêt s'est stabilisé (4,69 en 1930, 4,68 en 1931). Les valeurs à revenus variables se sont effondrées tandis que les émissions d'obligations ont pris une ampleur considérable.

Ce double fait provient de la crise boursière universelle qui a provoqué une baisse sans précédent des cours. Les épargnants n'ont plus voulu souscrire à des titres dont la valeur en capital risquait encore de se déprécier d'autant plus que la crise économique pouvait entraîner la faillite des établissements émetteurs ou tout au moins ne donnait pas la perspective de dividendes avantageux. Par contre, l'industrie et le commerce avaient plus que jamais besoin de capitaux pour s'adapter aux conditions nouvelles du

marché ; ils supposaient que la crise serait seulement temporaire ; il importait avant tout de passer sans défaillance cette période critique.

A vrai dire, à l'origine de la dépression, les banques ont consenti des avances en comptes courants, puis quand ces secours méritaient d'être continués, elles ont fait souscrire des effets à leurs débiteurs. Enfin comme le crédit bancaire par sa nature ne doit pas être immobilisé, les entreprises ont été appelées à consolider leurs dettes par des émissions d'obligations. Aussi bien ces dernières furent-elles nombreuses dans tous les pays, elles le furent particulièrement en France où la stabilité monétaire semblant être hors de question, les capitaux étrangers trouvaient un refuge au moment de la chute de la livre et des menaces d'inflation aux États-Unis.

A partir de 1932, la situation s'est modifiée, le taux d'intérêt a subi une hausse continue, 5,24 en 1932, 5,81 en 1933, 6,30 en 1934. Si les émissions d'actions n'ont pas repris, les émissions privées d'obligations ont à peu près complètement cessé.

Cette modification a tenu aux emprunts de l'État et des collectivités publiques, emprunts massifs exerçant un drainage constant de l'épargne disponible, tandis que la livre sterling reprenant peu à peu son rôle d'étalon international, les capitaux étrangers n'affluaient plus au même rythme sur le marché français.

Ces emprunts publics ont eu pour conséquence de provoquer une hausse du loyer de l'argent devant laquelle les entreprises ont été obligées d'arrêter leurs émissions. Par ailleurs, comme les besoins du Trésor n'apparaissaient pas devoir prendre fin, et que la couverture des échéances c'est-à-

dire la solvabilité de l'État était liée au succès des émissions, les craintes de dévaluation monétaire accrues par la campagne faite en faveur de la diminution de la valeur du franc ont provoqué une thésaurisation peu propice à l'aisance du marché des capitaux. Les troubles politiques, l'impuissance des Pouvoirs Publics, la menace extérieure, ont renforcé l'abstention de l'épargne.

La cherté du loyer de l'argent, effet direct de la politique financière, n'a pas été seulement funeste à l'État, elle a accentué les difficultés économiques. L'industrie et le commerce n'ont pu opérer pour leur propre compte des conversions qui seules eussent réduit de façon importante les frais généraux grevant leurs prix de revient. Elle a ainsi, sinon empêché, du moins retardé la baisse nécessaire du prix de la vie.

Les chiffres suivants, permettent de juger des transformations subies par le marché des capitaux entre 1930 et 1935.

Moyenne mensuelle (en millions) d'émissions d'obligations.

Années.	Sociétés privées.	État, collectivités publiques, chemins de fers.	Total.	Taux.
1930	1.459	738	2.197	4,69
1931	1.196	981	2.177	4,68
1932	423	2.287	2.710	5,24
1933	221	2.180	2.401	5,81
1934	250	2.150	2.400	6,30

A l'heure actuelle il est devenu pratiquement impossible aux entreprises privées de tenter avec quelque chance de succès un appel de fonds. Seules les affaires de premier plan s'y peuvent risquer ; encore faut-il qu'elles procèdent par augmentation de capital parce que les émissions d'obliga-

tions sont devenues prohibitives. Compte tenu des impôts et des frais, le taux d'un emprunt obligataire n'est pas inférieur à 8 ou 9 p. 100. l'annuité y compris l'amortissement atteint facilement 10 à 11 p. 100.

Si l'élévation du loyer de l'argent n'a cependant pas empêché l'État de continuer sa politique d'emprunt, l'affaiblissement du crédit public a eu des répercussions sur les modalités des émissions.

Traits communs des emprunts. — Les emprunts à long terme n'ont été qu'exceptionnels, les emprunts à moyen terme ont tous été à échéances massives.

L'emprunt 4 1/2 p. 100 1932, a été le premier qui ait été émis depuis 1929. Nécessaire pour financer le plan d'outillage national, il n'a pas révélé la situation difficile du Trésor, il était normal que pour faire face à des dépenses théoriquement productives et exceptionnelles on eut recours aux ressources extraordinaires. Le développement de la richesse collective qui en résulterait devait permettre d'acquitter les charges nouvelles que l'État allait supporter.

Cet emprunt, émis à 940 francs p. 1.000 francs de nominal et amortissable en trente ans, accusait en fait un taux réel de près de 5 p. 100.

Quant à l'emprunt de conversion de septembre 1932, son amortissement était réparti sur 75 ans. Ne faisant appel que dans une faible mesure à l'argent frais, il n'a pas pesé sur le marché. Son taux de 4 1/2 p. 100 très bas par rapport au taux d'intérêt moyen de l'année (5,24 p. 100) ne peut s'expliquer que par le maintien artificiel des cours des fonds publics auxquels les achats de la Caisse des Dépôts et les rachats de la Caisse Autonome ont fortement contribué. Par ailleurs il faut tenir compte du fait que les

Pouvoirs Publics avaient différé les émissions des Chemins de fer, des P. T. T. et de certaines collectivités afin d'éviter une trop forte demande de capitaux qui eût entraîné la hausse du taux de l'intérêt.

Enfin au début de 1933, les obligations de 4 1/2 p. 100 ont été émises amortissables à soixante ans. C'était le deuxième emprunt du Trésor qui devait être souscrit entièrement en numéraire. La situation n'apparaissait pas très grave, le Gouvernement était décidé à combler le déficit budgétaire et n'avait pas encore subi d'échecs répétés. Cependant l'État était obligé de consentir des modalités déjà plus onéreuses, les émissions ont été ouvertes à 985 francs tandis que les titres étaient remboursables à 150 francs p. 100 francs de capital nominal, soit avec une prime de 50 p. 100. Si le taux nominal de 4 1/2 p. 100 avait été conservé, c'était surtout pour ne pas rendre ostensible la chute du crédit public depuis septembre 1932, chute qui se montait environ à un demi point sur l'intérêt à consentir.

Les difficultés politiques de l'année 1933, les scandales financiers de 1934 ont rendu la conjoncture particulièrement alarmante. La Trésorerie a procédé sans cesse à des émissions qui ne faisaient que combler les déficits préexistants et payer des dépenses déjà engagées sans soulager les échéances futures. Aussi aucun emprunt à long terme n'a-t-il été émis jusqu'à l'arrivée au pouvoir de M. Doumergue en février 1934. On a cru alors que l'ancien président de la République parviendrait à faire échec aux exigences du Parlement ; les mesures d'économie adoptées, la réforme du système fiscal en perspective, ont fait renaître temporairement la confiance dans l'avenir des finances publiques. L'emprunt à 4 p. 100 de juillet 1934 était amortissable en cinquante ans ; il a été émis à 950 francs et remboursable

à raison de 140 francs pour 100 francs. Ces conditions assez avantageuses ont eu en outre pour cause la consolidation des Bons Clémentel; les appels à l'argent frais n'étaient pas le but exclusif de l'émission, le marché en ressentait moins le poids. Ainsi tant les éléments psychologiques qu'un facteur matériel ont assuré le succès de l'emprunt.

Mais en dehors des trois emprunts de fin 1932, et début 1933 et de celui de 1934, les autres recours à l'épargne ont eu lieu sous forme d'émissions à moyen, voire même à court terme. Ils ont marqué le retour à la formule des échéances massives dont l'expérience de 1920 à 1924 avait montré les dangers.

Les motifs qui ont incité à revenir à ces modalités ont été les mêmes qu'en 1922 et 1923. Si l'État a dû consentir des taux très onéreux pour les émissions à moyen terme, il eût été sans doute obligé d'accepter des conditions plus lourdes encore pour les emprunts à long terme. Alors que le taux des obligations 4 1/2 p. 100 à soixante ans émises en avril 1933 s'élevait à 5,16 p. 100, celui des bons 4 1/2 p. 100 à dix ans de juillet, et des bons 5 p. 100 à cinq ans se montraient respectivement à 5,76 et 5,70 p. 100, accusant ainsi, à côté d'une diminution considérable de la durée, une hausse du loyer de l'argent.

Ces circonstances auraient peut-être même provoqué un échec complet des émissions à long terme. En juillet 1933 de nombreux projets de redressement avaient déjà été soumis au Parlement sans succès, le budget avait été voté après cinq douzièmes provisoires laissant encore un déficit probable de 3.600 millions que certains chiffrèrent à 7 milliards. L'inquiétude commençait à régner. En novembre la

Dettes à échéances massives contractées entre 1933 et 1934.

DATE d'émission.	TAUX nominal.	DURÉE	PRIX d'émission.	PRIX de remboursement.	TAUX réel.	DATE du remboursement.	MONTANT (milliards).
3/7/33	4,5 p. 100	10 ans	962,50	1.100	5,76	juillet 1943	3.349
29/11/33	5 p. 100	5 ans	970	100	5,70	1/12/38	1.549
4/1/34	5 p. 100	5-10-15 ans	975	au pair 5/1/39 105 p. 100 le 5/1/1944 110 p. 100 le 5/1/49	entre 5,75 et 6	5/1/39 5/1/44 5/1/49	4.185
20/9/34	4,5 p. 100	3-6-10 ans	976	au pair le 5 oct. 1937 103 p. 100 le 5 oct. 1940 108 p. 100 le 5 oct. 1944	entre 5 et 5,50	5/10/37 5/10/40 5/10/44	8.770
12/3/45	4 p. 100	3-6-12 ans	980	au pair le 10 mars 1938 103 10/3/41 109 10/3/47		10/3/38 10/3/41 10/3/47	émission limitée à 2.000

situation avait empiré : le Trésor avait à faire face aux échéances de la dette, au remboursement du solde du crédit anglais, aux demandes de remboursements des bons ordinaires ; le Ministère Daladier avait été renversé en fin octobre, le désordre apparaissait à son comble. Il s'est accru pourtant jusqu'en février 1934, et lorsqu'en janvier on a émis les bons 5 p. 100 à 5-10-15 ans, il a fallu consentir des conditions encore plus avantageuses.

Quoique le redressement effectué par M. Doumergue ait semblé définitif, les obstacles politiques qui se sont accumulés, et devant lesquels il n'apparaissait pas pouvoir triompher, ont amené une nouvelle tension sur le marché des capitaux. L'émission de septembre, bien que moins onéreuse que la précédente, a été encore à moyen terme.

Quant à la formule des échéances massives, elle s'est reliée étroitement, comme en 1922 et 1923, d'une part au déficit budgétaire, d'autre part à la durée de l'emprunt. Il importait de ne pas surcharger le budget en déséquilibre d'amortissements d'autant plus lourds que les émissions étaient à plus courtes durées. C'eût été rendre nécessaires de nouvelles émissions pour assurer l'amortissement à un moment où les Pouvoirs publics rencontraient de graves difficultés pour faire face aux dépenses déjà existantes. Enfin on était en droit d'espérer qu'une fois la crise terminée les plus-values budgétaires réapparaîtraient, le crédit public s'améliorerait et les échéances massives seraient aisément couvertes.

L'État s'est réservé en outre la faculté de rembourser par anticipation tous ces emprunts :

Le 4 1/2 p. 100 à 10 ans à partir du 1^{er} juillet 1940 ;

Le 5 p. 100 à 5 ans à partir du 1^{er} décembre 1936 ;

Le 5 p. 100 à 5-10-15 ans à partir du 5 janvier 1939¹

Le 4 1/2 p. 100 à 3-6-10 ans à partir du 5 octobre 1937¹

Le 4 p. 100 à 3-6-12 ans à partir du 10 septembre 1937¹

Enfin le remboursement des titres au gré du porteur avant le dernier terme fut subordonné aux dépôts des titres quatre mois avant leurs échéances.

*
* * *

Ainsi la hausse du loyer de l'argent, le refus du marché de souscrire à des emprunts à longue durée, peuvent caractériser la politique d'emprunt de ces cinq dernières années. Cette évolution imputable essentiellement à l'incertitude dans l'avenir du franc et des finances de l'État, c'est-à-dire aux agissements du Parlement, a conduit le gouvernement de M. Flandin à modifier l'organisation du marché monétaire afin de permettre un recours plus intensif aux disponibilités à court terme dont jusqu'en mars 1935 le taux s'était maintenu très bas.

Le marché monétaire et la dette flottante. — Il a été dit que le marché monétaire à partir de 1927 avait bénéficié d'une très grande aisance par suite d'un afflux de capitaux rapatriés dont les emplois se trouvaient restreints par la consolidation de la dette flottante. Aussi les gouvernements se sont-ils préoccupés de trouver de nouveaux débouchés à ces fonds à très court terme déposés dans les banques. On a procédé à des émissions des Bons de la Défense Nationale à deux ans, la Caisse des Dépôts a créé un système de pension de ces bons. Puis des essais ont été effectués pour développer en France un marché international, en particulier

1. La prime variant suivant la date de remboursement.

un marché d'acceptations. Ces essais se sont révélés infructueux précisément au moment où le problème s'est trouvé renversé.

A l'heure actuelle en effet les capitaux à court terme sont thésaurisés et les emplois tendent à se multiplier par suite de la politique du crédit public et de la nouvelle conception de la dette flottante.

Afin de permettre aux banques de souscrire aux Bons du Trésor sans nuire à leur liquidité, la Banque de France a accepté d'élargir et d'assouplir ses conditions d'escompte. Il semble dès maintenant possible de prévoir les résultats d'une telle réforme.

Tandis que Poincaré était revenu à la doctrine traditionnelle d'après laquelle la dette flottante ne doit servir qu'à combler le déficit passager qui peut se produire entre les recettes et les dépenses normales de l'État, depuis 1932 les Bons ordinaires du Trésor ont fait face à nouveau au déficit permanent du budget et du Trésor. L'élévation progressive du plafond des bons de 10 à 15 milliards en 1932 n'avait pas d'autre but. Mais le précédent de 1924 ne laissait pas que d'alarmer le pays, on redoutait les conséquences de l'accroissement de la dette flottante. Les établissements de crédit qui constituaient la clientèle normale de ces bons hésitaient à souscrire à ce placement alors qu'ils étaient eux-mêmes exposés à de brusques retraits de leurs déposants enclins à thésauriser, retraits qui risquaient, étant donné la durée des bons, de mettre les banques en difficulté.

Aussi bien importait-il de calmer leurs inquiétudes en leur donnant la certitude de pouvoir trouver à tout moment les liquidités qui leur feraient défaut. Ainsi serait augmentée la limite d'absorption des bons, les fonds à court terme seraient pleinement utilisés, la politique de crédit de l'État

pourrait prendre plus d'ampleur tout en satisfaisant les désirs des établissements de crédit.

La décision de la Banque de France du 21 février 1935 est venue opérer la réforme. Elle a organisé un système d'avances à très court terme dont l'examen des modalités et des conditions d'octroi, permettra de dégager l'intérêt et la portée du nouveau moyen de crédit mis à la disposition du marché monétaire.

Les avances dont il s'agit seront consenties par l'Institut d'Émission sur une catégorie spéciale de valeurs, sur les effets publics à échéance inférieure à deux ans, c'est-à-dire essentiellement sur les Bons ordinaires du Trésor, et les Bons de la Défense Nationale.

Juridiquement ces nouvelles opérations seront des prêts se rapprochant des avances ordinaires sur titres. Pratiquement elles s'en différencieront à plusieurs points de vue : la durée en sera plus brève, le taux plus bas, la quotité plus importante. Si la durée maximum de ces prêts a été fixée à trente jours, la durée minimum doit être de sept jours et il est probable que les porteurs de bons qui useront de la facilité que leur offre la Banque de France donneront la préférence à des emprunts à terme aussi court que possible parce que ce seront pour eux les plus économiques.

Les avantages que comporte tant pour la banque que pour les emprunteurs, la durée réduite de l'opération, sont évidents. Pour ceux-ci le nouveau mode est beaucoup moins onéreux que les escomptes ou avances à terme plus éloigné ; pour celle-là il supprime les risques d'une accumulation éventuelle d'actifs immobilisés partant d'une inflation de crédits basés sur de tels actifs.

En ce qui concerne le taux, il importait de le choisir légè-

rement supérieur à celui des bons ordinaires (2,3 /8 p. 100) afin que les emprunteurs loin de réaliser un profit sur l'opération, soient au contraire pénalisés. Le taux de 2 5 /8 p. 100 qui a été arrêté répond au but visé. L'écart est suffisant pour écarter toute menace d'inflation.

Par ailleurs s'il est encore inférieur à celui des Bons de la Défense (3 p. 100) la banque est libre de ne pas avancer sur ces bons la totalité de leur valeur actuelle au jour de l'opération. Sans doute le Conseil général a-t-il effectivement décidé que la quotité des prêts dépasserait pour les nouvelles pensions les 80 p. 100 auxquels elle est limitée pour les avances ordinaires sur titres, et pourrait égaler cette valeur actuelle, mais il ne s'est pas engagé à en avancer toujours le montant intégral.

Les prêts à très court terme que l'Institut d'Émission va consentir, ressembleront aussi à certains égards au réescompte. Mais entre les deux opérations il existe une différence capitale. Lorsque la Banque de France réescompte un effet, elle le conserve jusqu'à l'échéance et elle en encaisse le montant. Quand elle accordera aux porteurs des Bons Trésor ou de la Défense Nationale des avances à 7,15 ou trente jours, elle leur restituera toujours les titres avant l'échéance (car il est clair que les bons arrivant à maturité dans un délai de trente jours au plus ne viendront jamais à la Banque de France, l'escompte en étant toujours très aisé sur le marché).

Il en résulte un gros avantage pour la Banque. Celle-ci ne se trouvera pas en face de l'État, elle ne risquera pas d'avoir à discuter avec lui au sujet d'un renouvellement éventuel. A cet égard le système des nouvelles avances à court terme possède une supériorité décisive sur celui du réescompte.

En résumé la solution adoptée paraît la meilleure qui puisse être imaginée parce qu'elle concilie d'une manière parfaite les divers intérêts généraux en présence.

Le marché de l'argent à court terme doit bénéficier d'un assouplissement et d'un élargissement dont la nécessité était depuis longtemps reconnue, les fonds circulant seront utilisés plus complètement car les banques pourront désormais se contenter d'encaisses liquides moins importantes que par le passé.

Le Trésor trouvera, grâce à cette organisation plus rationnelle du marché de l'argent, le moyen de placer plus aisément les bons que le Parlement l'a autorisé à émettre (récemment le plafond des bons a été relevé de 10 à 15 milliards).

Enfin peut-être l'État obtiendra-t-il, grâce à la politique adoptée par la Banque de France, de plus grandes facilités auprès de la Caisse des Dépôts. En effet les pensions sur Bons de la Défense Nationale, actuellement pratiquées par cet établissement vont être effectuées à l'avenir par la Banque de France, et les capitaux employés jusqu'à présent à cet effet seront rendus disponibles.

Ainsi la Banque de France apporte au Gouvernement une aide précieuse au moment où, faisant appel au marché monétaire pour ménager le marché de l'argent à long terme, il s'efforce de provoquer la baisse du loyer des capitaux et de réduire une des plus lourdes charges qui pèsent sur l'activité économique.

* * *

De 1930 à 1935 la répercussion de la politique financière sur le loyer de l'argent, sur la structure des emprunts a donc

été très nette. Elle peut se comparer dans une certaine mesure aux conséquences que l'action des Pouvoirs Publics a eu entre 1920 et 1924.

Les causes du recours à l'épargne sont analogues : l'impuissance des gouvernements à enrayer le déficit du budget et du Trésor. Les manifestations sont identiques : accroissement de la dette flottante, avec la volonté réitérée de ne pas recourir à l'inflation, impossibilité de faire appel au marché des capitaux à long terme, augmentation de la dette à échéances massives. Les effets sur la situation monétaire sont eux-mêmes semblables : la spéculation contre le franc, qui en 1924 avait été le premier symptôme de l'inquiétude extérieure et le premier avertissement donné par l'étranger, s'est déclanchée en mai 1935.

Mais à cette communauté de symptômes qui exigerait déjà de prendre les mesures énergiques par lesquelles la crise des changes de 1925 et 1926 aurait pu être évitée, s'oppose une différence dans les circonstances, qui accroît la gravité de la situation actuelle.

Les remèdes ne sont plus dans un effort fiscal que le pays n'est pas à même de fournir. La crise économique, dont la France subit aujourd'hui les effets plus profondément que les autres nations, commanderait plutôt une réduction des impôts. Les frais généraux incompressibles se trouveraient ainsi diminués, l'adaptation des prix français aux cours internationaux facilitée.

Les remèdes ne sont pas non plus dans une réforme du marché monétaire. Celle-ci n'est qu'un palliatif temporaire, sans doute capable de fournir une aide au Trésor et d'améliorer l'utilisation des capitaux circulant, mais impuissant à calmer les craintes des épargnants.

Le seul remède propre à soulager l'activité nationale, à

faire cesser définitivement les appels à l'épargne, consisterait dans la déflation des dépenses budgétaires. Le « train de vie » de l'État ramené au niveau des facultés contributives du pays, le crédit public s'améliorerait de lui-même, la thésaurisation que l'incertitude de l'avenir a fait naître prendrait fin.

Si à cet égard l'exemple de l'Angleterre apparaît probant, il importe de ne pas cacher les immenses difficultés de l'entreprise. Le sacrifice de certains intérêts particuliers, la suppression des avantages accordés à toute une classe de population, dont l'État s'est fait la Providence, suppose un pouvoir législatif et exécutif conscient des intérêts supérieurs de la Nation et décidé à en assurer la primauté.

Il est souhaitable que la perspective des élections générales de 1936 ne vienne pas faire perdre au Parlement le sens de ses responsabilités, et ne retarde pas l'application de mesures sans lesquelles il est à craindre qu'une inflation nouvelle ne soit le procédé nécessaire pour réduire les dépenses publiques au détriment de la stabilité sociale.

CONCLUSION

Le déséquilibre des Finances Publiques pose aujourd'hui un problème de fond qui impose la révision de la politique générale. La structure du pays, la monnaie, le régime capitaliste lui-même sont mis en jeu par les interventions multiples de l'État dans les diverses branches de l'activité économique.

Les conséquences de la politique financière des quinze années de l'après guerre semblent indiquer le seul remède qu'une telle situation exige.

Deux périodes de déficits budgétaires, l'une de 1919 à 1926, l'autre de 1930 à 1935, ont révélé l'excès des dépenses de l'État.

Dans la première, la charge de la réparation des régions dévastées pour justifiée qu'elle ait pu apparaître, a dépassé la capacité financière du pays ; sans doute était-ce des dépenses exceptionnelles et non renouvelables que l'impôt ne devait et ne pouvait pas couvrir ; mais en moins de cinq ans, avant d'avoir été échelonnées elles ont failli entraîner la ruine du crédit public et mettre en péril la monnaie.

A partir de 1928 le volume des dépenses n'a cessé de croître soit que l'État se soit immiscé dans la gestion de cer-

taines entreprises, soit qu'il se soit substitué à l'initiative privée; l'État « industriel, assureur, banquier » ne pouvait pas ne pas subir les vicissitudes de la vie économique, et le recours à l'emprunt dans la période de dépression a été d'autant plus indispensable que l'élasticité du système fiscal était moins grande et que les entreprises gérées étaient moins prospères.

Les impôts ont atteint des taux qui semblent ne plus pouvoir être dépassés sans risquer de compromettre l'activité nationale. Le rendement de chacun d'eux a été en forte régression suivant en cela le mouvement des transactions, des échanges et des revenus. Les dépenses budgétaires ne peuvent plus être couvertes par les recettes normales.

D'autre part les participations que l'État a jugé bon de prendre dans de nombreuses sociétés, son désir d'éviter les conséquences fâcheuses que la disparition d'entreprises aurait eu sur la stabilité économique et sociale, l'ont conduit à accorder des crédits importants auxquels la nature même des recettes fiscales interdisait de faire face. Le recours à l'emprunt s'imposait encore.

Cependant la structure des emprunts émis au cours de ces deux périodes a montré que l'État ne pouvait pas faire appel au marché des capitaux pendant un temps prolongé. Un processus inévitable semble amener les Pouvoirs Publics de l'emprunt à long terme à la dette flottante, puis à l'inflation. Le taux d'intérêt s'accroît, la durée diminue, la formule des échéances massives logique aux époques de déficit fait peser des menaces de remboursements que seuls des emprunts de consolidation parviennent à écarter. Le Trésor se trouve converti en banque de dépôts sans disponibilités. A moins de modifier complètement sa politique

financière, l'État risque de se voir acculé aux pires expédients et de compromettre l'avenir de la monnaie.

La période 1924 à 1926 en a été la preuve. Lorsque aux besoins d'argent frais s'est joint l'éventualité de retraits massifs, la spéculation étrangère s'est déclanchée dans le but de provoquer une panique intérieure devant laquelle les Pouvoirs Publics, à moins de renier leurs engagements, auraient été impuissants à réagir. Les retraits des sommes déposées au Trésor et dans les Caisses d'Épargne, le remboursement des bons à court terme ne laissent d'autre alternative au Trésor que celle d'un appel à la Banque de France. Sans doute afin d'enrayer le mouvement, le Trésor a-t-il essayé de recourir à l'emprunt. Mais les taux usuraire qu'il a dû consentir, la garantie de change qu'il a offerte ont contribué encore à affaiblir le crédit public. Enfin les difficultés politiques, les projets de redressement qui se sont succédés au lieu de calmer l'opinion ont accru son inquiétude et augmenté les retraits. Un nouveau processus a risqué de se poursuivre : inflation, hausse des prix... qui au bout d'un certain temps n'aurait pu être enrayé comme l'a montré l'exemple de l'Allemagne en 1923.

Après avoir été la conséquence de la politique financière, la structure des emprunts a réagi sur cette politique elle-même. Celle-ci s'est orientée vers des solutions décisives. La volonté de renoncer aux émissions par le rétablissement intégral de l'équilibre budgétaire a produit de 1926 à 1928 d'heureux résultats. Le crédit public s'est restauré, le loyer de l'argent a fléchi, la durée des emprunts s'est allongée, le marché des capitaux a retrouvé son aisance. La persistance de la prospérité en France de 1920 à 1930 ne peut faire attribuer qu'à la politique financière de tels effets.

C'est d'ailleurs à cette persistance également qu'a été dû le « gonflement » des crédits budgétaires.

Ainsi le développement ou la diminution de la richesse collective ne semble avoir joué en France qu'un rôle indirect sur les modalités des emprunts. Si elle en a provoqué le recours, la plupart des clauses, les plus importantes, sont demeurées la conséquence exclusive d'une politique dont le propre est l'impuissance à mettre un terme aux dépenses publiques.

Le retour aux doctrines d'avant guerre, la maintien d'une proportion équitable entre le montant des dépenses et l'indice de la production sont nécessaires. Si l'on veut laisser subsister le régime capitaliste et restaurer le principe de responsabilité qui en constitue le fondement, il faut abandonner à l'initiative privée, le soin d'assumer certaines charges, ce qui libérera l'État d'une partie de ses dépenses, enlèvera au système fiscal sa rigidité et évitera le recours permanent aux emprunts dont les dangers se sont révélés et se révèlent aujourd'hui très graves pour l'avenir de la stabilité intérieure du pays.

VU :

Le Président,
TRUCHY.

VU :

Le Doyen,
EDGARD ALLIX.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
S CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

I. — OUVRAGES

- ALLIX. — *Traité Élémentaire de Sciences des Finances et de Législation Financière* (6^e éd. 1931, Arth. Rousseau, Paris).
- TRUCHY. — *Précis Élémentaire d'Economie Politique* (Recueil Sirey, 1928).
— *Les Finances de Guerre de la France* (Presses Univers., 1926).
- COLSON. — *Cours d'Economie Politique* (t. V, Paris, Alcan, 1931).
- TROTABAS. — *Précis de Sciences et de Législation Financière* (2^e Edition Dalloz, 1931).
- DIVISIA. — *L'Epargne et la Richesse Collective* (Sirey, 1928).
- JÉZÉ. — *Cours de Finances*.
Théorie Générale sur le Budget (6^e éd., Paris, Giard, 1922).
Théorie Générale sur les Phénomènes Financiers : Les Dépenses Publiques, le Crédit Public, les Taxes, l'Impôt (Paris, Giard, 1930).
- MARTIN (Germain). — *Les Finances Publiques de la France et la Fortune Privée* (1914-1925, Payot).
— *Les Problèmes actuels des Finances Publiques en France* (Payot, 1933).
- MIREAUX. — *Les Miracles du Crédit* (Ed. Portiques, 1930).
- MARSAL (François). — *Encyclopédie de Banques et de Bourses*.
- MICHEL (Edmond). — *Les Dommages de Guerre de la France et leur réparation* (Berger-Levrault, 1923).
- LACHAPELLÉ. — *Les Batailles du franc* (Alcan, 1928).
— *Le Désordre Financier* (Soc. Ed. Econ., 1934).
— *Le Crédit Public* (Berger-Levrault, 1931).
Amortissement et Conversion de la Dette.
Emissions du Trésor depuis 1914.
- PHILIPPE (Raymond). — *Le Drame Financier de 1924 à 1928* (Galimard).
- BONNET (G.-E.). — *Les Expériences Monétaires Contemporaines* (Armand Colin, 1929).

Conférences organisées par les Anciens Elèves de l'Ecole Libre des Sciences Politiques.

Les Problèmes actuels du Crédit (Alcan, 1930).

Les Doctrines Monétaires à l'épreuve des faits (Alcan, 1932).

2. — THÈSES

1923 BŒUF. — *Le Crédit National* (Paris).

1924. BETOLAND (Jean). — *Les Mesures destinées à assurer l'équilibre financier en 1923* (Paris).

1925. BARBE. — *La Technique des Emprunts de Guerre Français* (Paris).

— MASSE. — *Les Bons de la Défense Nationale et la Conduite Financière de la Guerre. Leur rôle en tant que monnaie* (Paris).

1927. FONTAINE. — *Le Problème de l'amortissement de la Dette française* (Paris).

1929. LOTH (Pierre). — *Les Bons à très court terme, le rôle qu'ils ont joué* (Strasbourg, Ed. Jouve et C^{ie}).

1930. LOUTCHITCH. — *Les Variations du taux de l'intérêt en France de 1800 à nos jours* (Paris).

1931. LARRIEU. — *L'aménagement de la Dette publique intérieure depuis la guerre* (Paris).

— DUTILLOY. — *La Révision des Dommages de Guerre* (Paris).

— BONNET (Philippe). — *Les Emissions des Valeurs Mobilières en France depuis 1926* (Paris).

1935. DAILEY. — *La Caisse des Dépôts et Consignations* (Paris).

3. — RAPPORTS, REVUES, PÉRIODIQUES

Rapport du Comité des Experts 1926.

Rapport Palmade du 31 juillet 1929 (Documents Parlementaires, Chambre, Annexe n° 2247, p. 9 ou Revue de Sciences et Législations Financières, 1930, p. 272).

Rapport du Comité des Experts de 1933.

Exposé des Motifs des diverses Lois de Finances (en particulier Lasteyrie, 1923. Documents Parlementaires, Chambre 1922, Annexe n° 4220, p. 497).

Livres Blancs de la Caisse des Dépôts et Consignations.

Rapports de la Caisse Autonome d'Amortissements.

REVUES DE SCIENCES ET LÉGISLATIONS FINANCIÈRES

Le Budget et la Trésorerie, janv., fév., mars 1927, p. 321 (JÉZE).

La Politique Financière du Gouvernement de 1926 à 1928 (janv., fév., mars 1928, p. 103).

Rapport du Conseil d'Administration de la Caisse Autonome (23 mai 1928, avril, mai, juin 1928, p. 321).

Chronique Financière Française de 1929 à 1934 (JÉZÉ).

La Situation Financière de la France en janvier 1933 (janv., fév., mars 1933).

Aménagement de la Dette Publique en France depuis 1926 (juill., août, sept. 1933).

REVUE D'ÉCONOMIE POLITIQUE

Numéro mai-juin de 1919 à 1935 : *La France Economique*.

La Trésorerie et le Budget (LACHAPELLE, à partir de déc. 1930, X...).

Le Marché Monétaire et les Changes (RICARD, à partir de déc. 1930, X...).

Les Emissions (VERGEOT, à partir de déc. 1930, X...).

Les Banques.

Une Politique de la Dette Publique (GISCARD D'ESTAING, janv.-fév. 1929).

L'Histoire du Change en France de 1915 à 1926 (AFTALION, mars-avril 1930).

Le Perfectionnement de l'Outillage National. Projet Tardieu et Plan du Conseil National Economique (Roger FRANCK, juill.-août 1930).

Les Emissions au-dessous du pair (MARCHAL, nov.-déc. 1933).

REVUE POLITIQUE ET PARLEMENTAIRE

Chronique Financière mensuelle de Frédéric JENNY à partir de janv. 1932.

L'Expansion Economique et les questions fiscales (Léon DUFOUR, 10 janv. 1930).

La Conversion de la Dette Publique (Roger PICARD, 10 oct. 1931).

La Caisse des Dépôts et Consignations (Joseph BARTHÉLEMY, 10 août 1931).

La Revue des Questions de Transports (COLSON, depuis 1930).

La Situation des Chemins de fer à l'Etranger et en France (X..., 10 mai 1933).

Perspectives Budgétaires (JACQUIER, 10 mai 1933).

Participations Financières de l'Etat dans les Entreprises Privées (X..., 10 mars 1933).

JOURNAL DES ÉCONOMISTES

Chronique Financière Mensuelle de Ed. PAYEN de 1930 à 1935.

La Banque de France en 1929 (X..., 15 fév. 1930).

Le Marché des Changes depuis la baisse de la Livre Sterling (CAUBOUÉ, 15 janvier 1932).

Les Bons de la Défense Nationale (CAUBOUÉ, 15 mai 1932).

Placements des Emprunts des Grandes Collectivités (CAUBOU, 15 avril 1933).

Les Grands Réseaux Français en 1933 et les récentes mesures de réorganisation (E. P. 15 mai 1934).

REVUE DES DEUX MONDES

Le Glissement de l'Etat (X..., 15 déc. 1933, 15 déc. 1933, 1^{er} mai 1934, 1^{er} août 1934, 15 oct. 1934, 1^{er} janv. 1935).

Le Redressement nécessaire (CHAPPEDELAINE, 1^{er} nov. 1933).

Réflexions sur la Crise (MAROJER, 1^{er} fév. 1934).

Les Besoins de l'Etat Moderne (MAUROIS, 15 fév. 1934).

L'ÉCONOMISTE FRANÇAIS (Articles de M. LIESSE).

Mémoires et Documents de la Société d'Etudes et d'Informations Economiques.

L'Évolution de la Circulation, des Changes, des Prix et de l'Emission des Valeurs à court terme du Trésor de 1914 à 1926 (avril 1926).

La Politique de la Dette en France et le Crédit Public (Supplément au B. Q., n° 170-171 du 31 juillet 1933).

B. Q. (*Bulletin quotidien de la Société d'Etudes et d'Informations Economiques*).

Bulletin de Statistiques Générales de la France.

Le Capital.

Le Temps (en particulier le *Temps Financier*, art. de JENNY et statistiques).

L'Information.

Je Suis Partout.

Le Pour et le Contre.

Journal Officiel (Lois, Décrets, Arrêtés concernant les divers emprunts).

TABLE DES MATIERES

	Pages.
INTRODUCTION	1

PREMIÈRE PARTIE

1919-1926.

I. — LA POLITIQUE FINANCIÈRE ET LA STRUCTURE DES EMPRUNTS DE 1919 A 1926

I. — Causes du recours incessant à l'emprunt de 1924 à 1926.	6
1° <i>Le déficit budgétaire</i>	7
Rétablissement d'un budget ordinaire	7
Effort pour équilibrer le budget par l'impôt.	9
2° <i>La reconstruction des régions dévastées.</i>	13
II. La politique d'emprunt de 1919 à 1924.	19
A) <i>L'année 1919</i>	20
B) <i>Diversité et multiplicité des appels à l'épargne</i>	22
a) Emprunts directs	22
Bons à court et moyen terme	24
Emprunts à long terme	25
Emprunts auprès des Banques.	26
Avances de la Banque de France.	27
Avances des Etablissements de Crédit	28
b) Emprunts indirects.	29
Emprunt du Crédit National.	30
Emprunts des sinistres.	31
C) <i>Traits communs de la politique d'emprunt.</i>	32
Types d'emprunts.	33
Coût des emprunts.	36
Causes.	37

Avantages accordés aux prêteurs. Avantages en capital	38
Les lots	40
Avantages accordés aux revenus.	41
D) <i>Les conséquences éventuelles de la politique d'emprunts.</i> . .	44
III. La politique financière et la politique d'emprunts de 1924 à 1926	47
A) <i>La politique financière et la confiance.</i>	50
B) <i>La structure des emprunts.</i>	53
Les Bons de la Défense Nationale.	54
Avances directes ou indirectes de la Banque de France. .	57
Bons Clémentel.	63
Emprunt Caillaux.	64

DEUXIÈME PARTIE

1926-1935

CHAPITRE PREMIER. — 1926-1930

A. — La politique financière	76
Buts.	76
Mise en œuvre.	77
a) Équilibre budgétaire	78
b) Aménagement de la dette flottante.	80
Consolidation des Bons de la Défense.	82
Aménagement des Bons de la Défense	84
Réduction du taux d'intérêt des Bons	86
c) Les avances de la Banque de France	87
d) Consolidation de la dette à échéances massives.	92
Amortissement de la dette	97
B. — La structure des emprunts	99
Emprunts à long et moyen terme.	99
Emprunts de consolidation et de conversion	100
Aperçu théorique.	101
Modalités des emprunts de consolidation.	103
Modalités des emprunts de conversion.	104
Politique de la dette flottante.	110
Résultat des émissions.	113
A) Sur la dette publique.	114
B) Sur le taux d'intérêt.	115
Évolution du marché monétaire et du marché financier de 1926 à 1930	118

C. — Répercussion de la politique financière sur le budget et le Trésor	126
--	-----

CHAPITRE II. — 1931-1935

A. — Causes qui ont entraîné le recours à l'emprunt . . .	134
a) Déficit budgétaire	134
Efforts faits pour réduire le déséquilibre	137
b) Déficit du Trésor	145
B. — La politique d'emprunt	153
a) Répercussion sur le montant de la dette publique	161
b) Caractéristique de la politique d'emprunt.	163
Les avances de la Caisse des Dépôts.	164
Caractère onéreux de la politique d'emprunt.	171
Évolution des marchés des capitaux	171
Traits communs des emprunts	174
Le marché monétaire et la dette flottante	179
CONCLUSION	186
BIBLIOGRAPHIE.	191

IMPRIMERIE
HÉRISSEY
:: ÉVREUX ::